



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
Roma, 31 maggio 2013

CENTODICIANNOVESIMO ESERCIZIO

anno 2012

esercizio

CXIX



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
anno 2012 - centodiciannovesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2013

© Banca d'Italia, 2013

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 2013
presso la Divisione Editoria e stampa
della Banca d'Italia in Roma*

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree	3
L'economia statunitense	4
L'economia giapponese	9
L'economia della UE	10
Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia	12
2. I mercati finanziari e valutari	18
I paesi industriali	18
I paesi emergenti	23
3. Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti	29
Il commercio internazionale e gli investimenti diretti	29
I prezzi delle materie prime	33
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	36
4. La cooperazione economica internazionale	40
Il Fondo monetario internazionale: il sostegno ai paesi membri e le riforme in atto	40
Le iniziative del G20	43
Politiche per lo sviluppo e per la riduzione della povertà	44

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

5. Gli andamenti macroeconomici	49
La congiuntura nell'area dell'euro	49
I prezzi e i costi	54
L'occupazione	57
La bilancia dei pagamenti	57
6. Le politiche di bilancio	62
La riforma della governance europea	68
7. La politica monetaria comune	71
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	73
La moneta e il credito	75
Le operazioni di politica monetaria	78

L'ECONOMIA ITALIANA

8. La domanda, l'offerta e i prezzi	85
Le determinanti della recessione	86
I consumi delle famiglie	86
Gli investimenti	91
Le esportazioni e le importazioni	93
L'offerta produttiva	95
I prezzi e i costi	96
9. Il mercato del lavoro	99
L'occupazione e la domanda di lavoro	99
La composizione dell'occupazione residente	103
L'offerta di lavoro e la disoccupazione	105
La regolamentazione del mercato del lavoro	106
Le retribuzioni, il costo del lavoro e le relazioni industriali	108
10. La struttura produttiva e le politiche strutturali	112
Gli andamenti settoriali	112
Le imprese e la crescita	114
Il quadro normativo per l'attività di impresa	116
Regolamentazione e concorrenza nel settore dei servizi e dell'energia	120
11. L'innovazione	123
Il ritardo dell'attività innovativa in Italia	123
Le caratteristiche del sistema produttivo e finanziario	125
Il ruolo del settore pubblico	128
12. La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	133
Il conto corrente e il conto capitale	133
Il conto finanziario	140
La posizione patrimoniale sull'estero	142
13. La finanza pubblica	145
La finanza pubblica nel 2012	146
La politica di bilancio per il 2012: obiettivi e risultati	146
Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche	148
Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche	152
Le Amministrazioni locali	157
La politica di bilancio per il 2013 e per il medio termine	159
La politica di bilancio e le manovre correttive per il triennio 2013-15	159
Le stime più recenti sui conti pubblici del 2013	161
I programmi e le prospettive per il quadriennio 2014-17	163
La riforma costituzionale sul pareggio di bilancio	164
14. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese	168
Le famiglie	169
Il risparmio finanziario e la ricchezza	169
L'indebitamento	170
La ricchezza e il debito delle famiglie nel confronto con i paesi dell'area dell'euro	174
La vulnerabilità delle famiglie indebitate	175

Le imprese	177
La redditività e il saldo finanziario	177
L'indebitamento e la struttura finanziaria	178
Il credito	182
Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti	185
Il capitale di rischio	186
Le principali iniziative di sostegno	186
15. I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture	189
Il mercato monetario	190
Il mercato dei titoli pubblici	191
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	195
Il mercato azionario	197
Le infrastrutture di mercato	200
BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI	
16. Il sistema finanziario	205
Gli andamenti nell'anno	205
La struttura del sistema finanziario	206
17. L'attività delle banche e degli intermediari finanziari	210
Le attività	210
La raccolta e la gestione della liquidità	213
Il rischio di credito e il rischio paese	217
La redditività	220
Il patrimonio	222
L'attività degli intermediari non bancari	224
18. L'attività degli investitori istituzionali	227
I fondi comuni di investimento	229
Le gestioni patrimoniali	233
Le compagnie di assicurazione	234
I fondi pensione	238
IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA	
19. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio	245
Relazione sulla gestione	246
Sintesi delle risultanze di bilancio	246
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	248
Operazioni di politica monetaria	249
Le risorse finanziarie	250
I rischi finanziari	252
La circolazione monetaria	253
Le risorse umane, informatiche e logistiche	254
Il controllo economico della gestione	255
Il controllo interno e i rischi operativi	256
Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro	256
Stato patrimoniale e conto economico	259

Nota integrativa	263
Principi, criteri e schemi di bilancio	263
Commento alle voci dello stato patrimoniale	268
Commento alle voci del conto economico	288
Proposte del Consiglio superiore	298
20. Documentazione allegata al bilancio	299
Relazione del Collegio sindacale	299
Dati di bilancio delle società controllate e collegate	303
Relazione della società di revisione	309

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 2012 il prodotto mondiale è cresciuto del 3,2 per cento, contro il 4,0 del 2011. Il rallentamento ha interessato sia le economie avanzate, il cui tasso di sviluppo è diminuito all'1,2 per cento (dall'1,6 del 2011), sia quelle emergenti, dove la crescita è scesa dal 6,4 al 5,1 per cento.

I modesti risultati dell'attività economica nei principali paesi avanzati hanno riflesso gli effetti della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e l'incertezza in merito alla politica di bilancio negli Stati Uniti. In questo paese, come in Giappone, la crescita del PIL è stata modesta; ha ristagnato nel Regno Unito; è stata negativa nell'insieme dell'Unione europea.

Nei principali paesi emergenti e in via di sviluppo il ritmo di espansione del prodotto è stato tra i più bassi dell'ultimo decennio, frenato dal forte rallentamento della spesa per investimenti e dall'indebolimento della domanda estera. In Cina nella prima metà dell'anno l'attività economica ha ancora risentito delle misure restrittive al settore immobiliare introdotte nel 2011; successivamente ha inciso negativamente il calo di fiducia delle imprese più orientate alle esportazioni. In Brasile e in India gli investimenti hanno risentito delle rigidità dell'offerta, essenzialmente dovute ai ritardi nelle riforme strutturali e all'incertezza del quadro regolamentare. In Russia la flessione degli introiti da esportazioni di petrolio ha indotto un rallentamento della spesa pubblica e degli investimenti nel settore estrattivo.

L'orientamento espansivo della politica monetaria nelle maggiori economie avanzate si è ancora accentuato, in assenza di pressioni al rialzo sui prezzi. I tassi di riferimento si collocano su livelli straordinariamente bassi; si è accresciuto inoltre il ricorso a misure non convenzionali. Tra la fine dell'anno e i primi mesi del 2013 la Riserva federale ha innovato la strategia di conduzione e comunicazione della politica monetaria, per aumentare la trasparenza sull'evoluzione futura dei tassi di riferimento; la Banca del Giappone ha annunciato nuove e decise misure di stimolo monetario, per intensificare e rendere più credibile l'azione di contrasto della deflazione.

Negli Stati Uniti alcuni importanti accordi in materia di politica di bilancio tra l'Amministrazione e il Congresso hanno permesso di evitare la forte restrizione che a legislazione vigente avrebbe avuto luogo all'inizio del 2013; nello scorso marzo è stato inoltre autorizzato l'esercizio provvisorio fino al prossimo settembre. Le incertezze circa l'evoluzione delle finanze pubbliche non si sono, tuttavia, dissipate, non essendo stato ancora approvato il bilancio per il prossimo esercizio finanziario, né definito un piano di riequilibrio a più lungo termine. In Giappone, nonostante l'elevato livello del debito pubblico, all'inizio del 2013 il governo appena eletto ha introdotto nuove misure di bilancio espansive, per circa due punti percentuali di PIL. Nel Regno Unito è proseguito,

seppur più lentamente rispetto alle previsioni iniziali, il percorso di consolidamento dei conti pubblici avviato nel 2010.

Nei principali paesi emergenti le politiche monetarie sono rimaste prudenti, sia per il riemergere di spinte inflazionistiche, in India e in Russia, sia per i timori di un eccessivo surriscaldamento del mercato immobiliare, in Cina. In Brasile, invece, l'allentamento delle condizioni monetarie è stato più intenso, per contrastare l'indebolimento dell'attività economica.

L'azione di sostegno delle politiche di bilancio ha operato principalmente attraverso gli stabilizzatori automatici; in alcuni paesi emergenti la dinamica del debito ha ripreso una traiettoria discendente, lasciando più ampi margini di intervento.

L'economia statunitense

Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 2,2 per cento nel 2012 (1,8 nel 2011; tav. 1.1).

Tavola 1.1

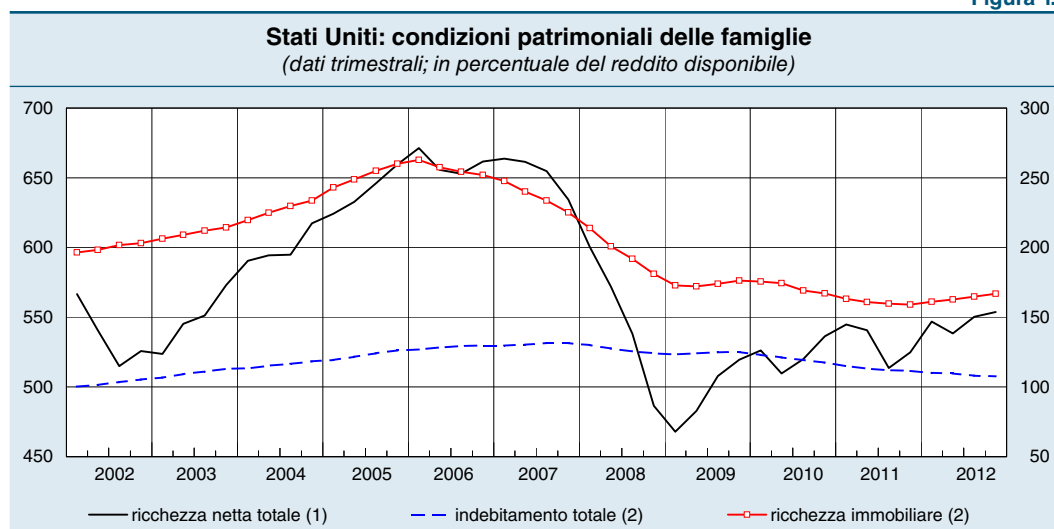
VOCI	PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)							
	2010	2011	2012	2012				2013
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Stati Uniti								
PIL (1)	2,4	1,8	2,2	2,0	1,3	3,1	0,4	2,5
Domanda interna (1)	2,8	1,7	2,1	1,8	1,0	2,6	..	2,9
Inflazione (2)	1,6	3,2	2,1	2,8	1,9	1,7	1,9	1,7
Giappone								
PIL (1)	4,7	-0,6	2,0	5,3	-0,9	-3,5	1,0	3,5
Domanda interna (1)	2,9	0,3	2,9	5,0	0,3	-1,0	1,3	2,0
Inflazione (2)	-0,7	-0,3	..	0,3	0,2	-0,4	-0,2	-0,6
Unione Europea								
PIL (1)	2,1	1,6	-0,3	-0,3	-0,7	0,4	-1,9	-0,4
Domanda interna (1)	1,6	0,6	-1,5	-1,1	-2,1	-1,2	-1,9	....
Inflazione (2)	2,0	3,1	2,6	2,9	2,6	2,6	2,4	2,0
Regno Unito								
PIL (1)	1,8	1,0	0,3	-0,3	-1,5	3,8	-1,2	1,2
Domanda interna (1)	2,3	-0,6	1,2	2,7	1,9	2,2	-0,4	....
Inflazione (2)	3,3	4,5	2,8	3,5	2,8	2,4	2,7	2,8
Canada								
PIL (1)	3,2	2,6	1,8	1,2	1,9	0,7	0,6	....
Domanda interna (1) (3)	4,9	2,7	1,9	2,3	1,8	0,9	2,6	....
Inflazione (2)	1,8	2,9	1,5	2,3	1,6	1,2	0,9	0,9
Economie avanzate								
PIL (4)	3,0	1,6	1,2	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
PIL mondiale (4)	5,2	4,0	3,2	....	....	....	....	....

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.

I consumi sono cresciuti dell'1,9 per cento (2,5 nel 2011), più del reddito disponibile delle famiglie (1,5 per cento); conseguentemente, il saggio di risparmio si è ridotto al 3,9 per cento, dal 4,2 del 2011. Le condizioni patrimoniali delle famiglie sono migliorate, beneficiando della ripresa delle quotazioni immobiliari e della progressiva riduzione dell'indebitamento.

Dopo la battuta d'arresto nell'anno precedente, la ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, nel 2012 è tornata a crescere (di quasi 30 punti percentuali, al 554 per cento); rispetto al minimo raggiunto nel primo trimestre del 2009, il recupero è stato pari a circa 90 punti (fig. 1.1). Vi hanno contribuito la ricchezza immobiliare, cresciuta di quasi 8 punti e la riduzione di 4 punti dell'indebitamento, oltre al forte incremento della ricchezza finanziaria, di circa 18 punti. Dalla fine del 2007 i debiti complessivi delle famiglie sono diminuiti di 24 punti in rapporto al reddito disponibile (al 108 per cento) e l'incidenza del servizio del debito è scesa di 4 punti (al 10 per cento).

Figura 1.1



Fonte: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.
(1) Scala di sinistra. – (2) Scala di destra.

In media d'anno, la spesa per investimenti fissi ha accelerato (all'8,7 per cento, dal 6,6 del 2011), trainata dalla ripresa della componente immobiliare (al 12,1 per cento, da -1,4) che ha più che compensato il lieve rallentamento di quella per investimenti produttivi (all'8 per cento, dall'8,6). Quest'ultima è restata pari al 10 per cento del PIL, un valore storicamente basso. La crescita dei profitti lordi delle imprese non finanziarie, pur riducendosi all'8,1 per cento (dal 9,8 del 2011), è rimasta elevata, protraendo una situazione di eccedenza dei fondi interni rispetto alla spesa in conto capitale. Per il secondo anno consecutivo la produttività si è espansa a ritmi molto moderati; l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato contenuto dal rallentamento delle retribuzioni orarie.

Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste deboli, risentendo della fiacchezza dell'attività economica. Nell'ultimo triennio è stato recuperato solo il 60 per cento della perdita di posizioni lavorative avvenuta durante la crisi del 2008-09. Lo scorso anno l'occupazione dipendente del settore non agricolo è aumentata di 2,2 milioni di unità; alla fine del 2012 il tasso di disoccupazione, pur essendo diminuito di sette decimi di punto, era ancora al 7,8 per cento. Per la prima volta dal 2008, la quota di disoccupati di lunga durata (oltre le 27 settimane) sul totale è scesa al di sotto del 40

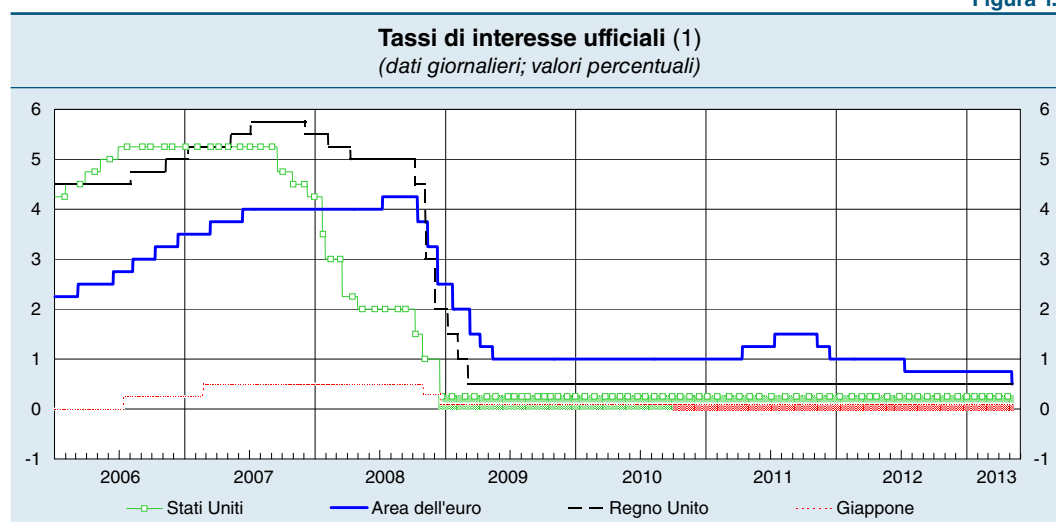
per cento. Il calo del tasso di disoccupazione è stato favorito anche dalla diminuzione della partecipazione alla forza lavoro, che in aprile ha toccato un minimo del 63,3 per cento per la popolazione sopra i 16 anni, quasi tre punti in meno rispetto al 2007. Il calo della partecipazione riflette sia fattori demografici e tendenze di lungo periodo dei comportamenti, sia la presenza di lavoratori che, date le attuali condizioni del mercato, sono scoraggiati dal cercare lavoro.

Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2013 il prodotto sarebbe cresciuto del 2,5 per cento in ragione d'anno, beneficiando dell'accelerazione dei consumi e di un'attenuazione della flessione della spesa pubblica. Nei primi quattro mesi dell'anno l'occupazione dipendente del settore non agricolo è ulteriormente aumentata (di 783.000 unità) ed è continuato il calo del tasso di disoccupazione, sceso in aprile al 7,5 per cento.

Nel corso del 2012, dopo circa tre anni di stagnazione dei prezzi e dei volumi delle transazioni, il mercato immobiliare ha segnato un'inversione di tendenza. Le condizioni di offerta dei mutui si sono allentate, benché solo per i prenditori ritenuti più solidi, e la consistenza dei mutui residenziali è cresciuta; si sono ridotte l'incidenza delle morosità e quella degli avvii di procedure esecutive, che rimangono comunque su livelli elevati nel confronto storico. Il numero di licenze per nuove costruzioni e quello relativo all'avvio di nuovi cantieri hanno nettamente accelerato rispetto al 2011.

Il rapporto tra case nuove in vendita e transazioni realizzate, che misura l'eccesso di offerta di abitazioni sul mercato, si è ridotto a dicembre del 2012 a 4,8 (da 5,4 di fine 2011), e ha continuato a scendere anche nei primi mesi del 2013. Vi ha contribuito il rilancio del programma federale di rifinanziamento (Home Affordable Refinance Program) dei mutui garantiti dalle due agenzie federali, Fannie Mae e Freddie Mac, grazie a misure volte ad ampliare la platea dei potenziali beneficiari e il numero delle banche partecipanti al programma. Lo scorso febbraio i prezzi degli immobili residenziali nelle dieci principali aree metropolitane, rilevati dall'indice Case-Shiller, si collocavano a un livello del 6 per cento superiore a quello della fine del 2011, ma comunque inferiore del 30 per cento rispetto al picco del giugno 2006. Secondo le quotazioni dei futures sullo stesso indice, la ripresa dei prezzi dovrebbe proseguire anche nei restanti mesi dell'anno.

Figura 1.2



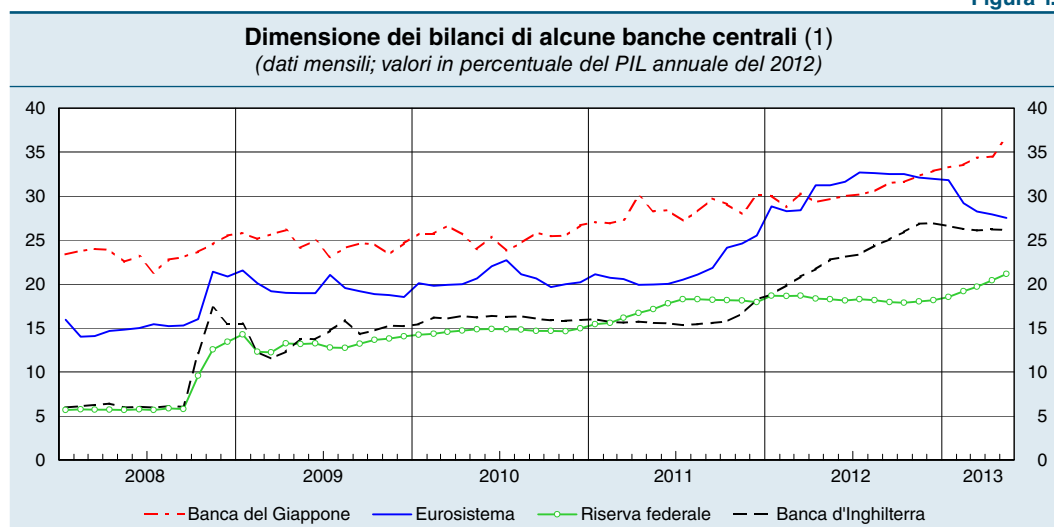
Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso obiettivo 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.

L'inflazione, misurata dal tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, si è più che dimezzata nei primi sette mesi del 2012 (all'1,4 per cento in luglio); lo scorso aprile si attestava all'1,1 per cento (1,7 al netto dei prodotti energetici e alimentari). Misurata con il deflatore dei consumi, l'inflazione è scesa dal 2,4 per cento della fine del 2011 all'1,0 per cento nel marzo di quest'anno.

L'orientamento della politica monetaria è divenuto ancora più espansivo nell'ultimo anno. Mentre l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds è stato lasciato invariato (tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento; fig. 1.2), si è intensificato il ricorso a misure non convenzionali. Il bilancio della Banca centrale, rimasto sostanzialmente invariato nel 2012 al 18 per cento del PIL, ha ripreso a espandersi all'inizio di quest'anno (fig. 1.3).

Figura 1.3



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Attività totali. La dinamica di queste riflette anche fattori non direttamente connessi con le decisioni di politica monetaria.

In giugno è stata prorogata, fino alla fine del 2012, la durata del programma di ricomposizione del portafoglio di titoli di Stato volto ad allungarne la scadenza media (cosiddetta operation twist). In settembre la Riserva federale ha annunciato un nuovo piano di acquisti di mortgage-backed securities (MBS), per 40 miliardi di dollari al mese, con effetto immediato e senza limiti di ammontare e durata; tali acquisti si sono aggiunti a quelli già deliberati, volti al reinvestimento dei proventi dei rimborsi di MBS in analoghi strumenti. In dicembre è stato inoltre deciso l'acquisto a titolo definitivo di obbligazioni del Tesoro a lungo termine per 45 miliardi al mese, a partire dall'inizio del 2013, in sostituzione dell'operation twist ormai giunta a termine; a partire dalla medesima data è stato infine riattivato il programma di reinvestimento, in analoghi titoli di nuova emissione, delle obbligazioni del Tesoro giunte a scadenza.

La Riserva federale ha anche introdotto alcune importanti innovazioni nella presentazione della propria strategia di conduzione della politica monetaria.

A gennaio del 2012 è stato adottato un obiettivo esplicito di inflazione, pari a un tasso di crescita del deflatore dei consumi del 2 per cento sui dodici mesi, ed è stata avviata la pubblicazione – contestualmente a quella delle previsioni trimestrali relative a PIL, disoccupazione e inflazione – della distribuzione dei tassi di riferimento della politica monetaria ritenuti appropriati dai membri del Federal Open Market Committee (FOMC) nei successivi 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).

Inoltre, è stato fatto un uso crescente di indicazioni circa l'evoluzione futura dei tassi ufficiali (forward guidance). Nel corso del 2012 è stato esteso di due anni – fino alla prima metà del 2015 –

L'orizzonte temporale per il quale il FOMC si attende che le condizioni economiche richiedano il mantenimento di tassi di interesse eccezionalmente bassi. In dicembre, per aumentare la trasparenza di tali indicazioni in relazione agli andamenti macroeconomici, è stata annunciata che l'obiettivo per il tasso sui federal funds sarà mantenuto sui livelli attuali fino a quando il tasso di disoccupazione non scenderà sotto il 6,5 per cento, a condizione che nel frattempo l'inflazione prevista su un orizzonte di uno-due anni non ecceda per più di mezzo punto percentuale l'obiettivo del 2 per cento e che le aspettative di inflazione di lungo termine continuino a essere ben ancorate.

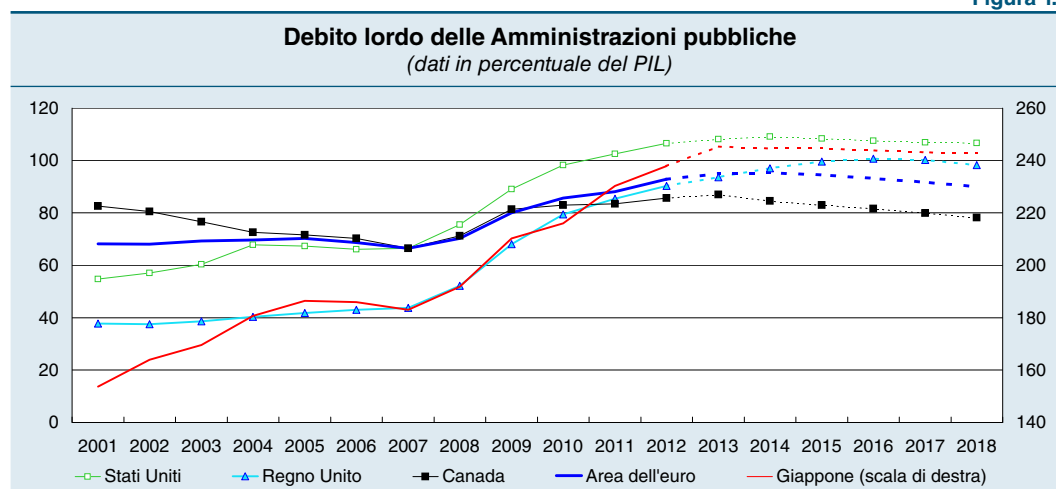
L'esercizio finanziario 2011-12 (terminato lo scorso 30 settembre) si è chiuso con un disavanzo pubblico di 1.087 miliardi di dollari, pari al 7 per cento del PIL, due punti in meno di quello dell'anno precedente. Per ovviare alla mancata approvazione del bilancio 2012-13, lo scorso marzo è stata promulgata una legge che permette la gestione provvisoria fino al termine dell'esercizio nel prossimo settembre. Secondo le stime del Congressional Budget Office (CBO), nell'anno in corso il disavanzo federale diminuirebbe al 4 per cento del prodotto.

Con l'approvazione dell'American Taxpayer Relief Act del 1° gennaio 2013 l'Amministrazione e il Congresso hanno raggiunto un compromesso per evitare la forte restrizione fiscale (cosiddetto fiscal cliff) che sarebbe altrimenti intervenuta per effetto della scadenza degli sgravi fiscali introdotti nel 2001 e nel 2003 e dei tagli automatici alle spese decisi nell'agosto 2011. Con l'accordo raggiunto gli sgravi fiscali sono stati prorogati solo per i contribuenti con redditi inferiori a 400.000 dollari l'anno, mentre per quelli con redditi superiori è stata aumentata l'aliquota dell'imposta sul reddito (al 39,6 per cento, dal 35) e sui capital gain (al 20 per cento, dal 15). È stata invece confermata l'abolizione delle agevolazioni sui contributi previdenziali a carico dei lavoratori. Con riferimento alla spesa, sono stati estesi (fino al dicembre 2013) i sussidi per i disoccupati di lungo periodo e i crediti di imposta per le imprese che investano in ricerca e innovazione e nelle energie rinnovabili. Secondo il CBO tali misure comporteranno complessivamente una correzione del disavanzo pari al 2 per cento del PIL (circa 330 miliardi di dollari), inferiore di 1,3 punti percentuali a quella che si sarebbe verificata a politiche invariate.

Non essendo stato raggiunto un accordo nel Congresso, dallo scorso marzo sono entrati in vigore i tagli automatici ai programmi di spesa precedentemente decisi (budget sequestration); di conseguenza, nelle valutazioni del CBO la spesa si dovrebbe ridurre nell'esercizio corrente di ulteriori 44 miliardi di dollari (pari a circa lo 0,3 per cento del PIL).

Nelle previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI), il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche salirebbe fino al 109,2 per cento del PIL entro la fine del 2014, dal 106,5 alla fine del 2012, per poi ridursi gradualmente negli anni successivi (fig. 1.4).

Figura 1.4



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2013 e *Fiscal Monitor*, aprile 2013

L'economia giapponese

In Giappone il PIL è tornato a crescere nel 2012 (2,0 per cento; cfr. tav. 1.1), dopo la caduta registrata l'anno precedente (-0,6 per cento) a seguito del grave terremoto che aveva colpito il paese. L'attività economica è stata sostenuta dall'accelerazione dei consumi privati (al 2,3 per cento, dallo 0,4 del 2011), dalla ripresa degli investimenti pubblici (cresciuti del 12,5 per cento dopo la contrazione del 7,5 nel 2011) e da una più forte espansione della spesa pubblica corrente (2,6 per cento, dall'1,4 dell'anno precedente). Per il secondo anno consecutivo le esportazioni nette hanno sottratto alla crescita quasi un punto percentuale. Nel corso dell'anno il tasso di disoccupazione è rimasto invariato, poco al di sopra del 4 per cento, mentre l'occupazione ha continuato a ridursi, di quasi un punto percentuale, anche per effetto della diminuzione della partecipazione al mercato del lavoro.

Nel primo trimestre del 2013 l'attività economica è tornata a espandersi (al 3,5 per cento in ragione d'anno) per effetto dell'accelerazione dei consumi privati e del forte contributo delle esportazioni nette.

Non sembrano attenuarsi le pressioni deflazionistiche che affliggono il paese dalla fine degli anni novanta; nella media del 2012 l'indice dei prezzi al consumo è rimasto invariato (si era ridotto dello 0,3 per cento nel 2011); al netto dei prodotti energetici e alimentari è calato dello 0,6 per cento (-1,0 nel 2011). Dalla scorsa estate la flessione di prezzi si è accentuata, fino a raggiungere in marzo un ritmo dello 0,9 per cento.

L'impulso espansivo della politica monetaria si è fatto progressivamente più deciso. Nel corso del 2012 la Banca del Giappone, pur mantenendo invariato l'intervallo per il tasso di riferimento (tra lo 0,0 e lo 0,1 per cento; fig. 1.2), ha ripetutamente ampliato la dimensione del programma di acquisti di attività finanziarie (Asset Purchase Program). Nell'aprile di quest'anno il bilancio della Banca si collocava al 35 per cento del PIL, cinque punti in più rispetto a dicembre del 2011 (fig. 1.3).

Il totale degli acquisti nell'ambito dell'Asset Purchase Program era stato gradualmente portato a 101.000 miliardi di yen (pari a circa il 21 per cento del PIL) e ne era stata estesa la durata fino alla fine del 2013. In ottobre la Banca centrale ha annunciato l'istituzione di un nuovo strumento, denominato Stimulating Bank Lending Facility, che prevede l'erogazione di finanziamenti a lungo termine a bassi tassi di interesse alle istituzioni finanziarie che ne facciano richiesta, fino ad un ammontare equivalente all'aumento netto di prestiti effettuato; sono previste erogazioni di circa 15.000 miliardi di yen entro marzo del 2014.

Dall'inizio del 2013, per contrastare in maniera più risoluta la deflazione, sono state profondamente modificate le modalità di conduzione della politica monetaria.

Lo scorso gennaio la Banca centrale ha annunciato un esplicito obiettivo di inflazione, pari al 2 per cento, in sostituzione del valore di riferimento a breve termine indicato l'anno precedente (1,0 per cento). Era stato inoltre annunciato che, una volta esaurito, l'attuale Asset Purchase Program sarebbe stato sostituito da un nuovo programma di acquisti illimitato nell'ammontare complessivo e nella scadenza. Successivamente all'insediamento del nuovo Governatore e dei due nuovi Vice Governatori, all'inizio di aprile il Comitato di politica monetaria ha chiuso anticipatamente l'Asset Purchase Program, introducendo al suo posto un nuovo programma di espansione quantitativa, finalizzato al raggiungimento entro due anni dell'obiettivo di inflazione. Con il nuovo regime la base monetaria (che diventa l'obiettivo operativo della politica monetaria, in luogo del tasso overnight non collateralizzato) dovrà raddoppiare nel prossimo biennio; nello stesso arco temporale verrà raddoppiata anche la quantità di obbligazioni pubbliche detenute nel portafoglio della Banca centrale e più che raddoppiata la vita media residua degli acquisti di tali obbligazioni.

Secondo le più recenti stime dell’FMI, il disavanzo complessivo delle Amministrazioni pubbliche giapponesi è stato pari nel 2012 al 10,2 per cento del PIL (9,9 nel 2011) e rimarrebbe elevato anche nei prossimi anni, risentendo delle misure espansive introdotte dal nuovo governo all’inizio del 2013 (pari a circa due punti percentuali di PIL). Il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, che l’anno scorso aveva raggiunto il 237,9 per cento del PIL, aumenterebbe ancora nel 2013, portandosi al 245,0 per cento (fig. 1.4).

L’economia della UE

Nell’Unione europea nel 2012 il prodotto è tornato a ridursi dello 0,3 per cento (era cresciuto dell’1,6 nel 2011); la contrazione è stata più pronunciata nell’area dell’euro: -0,6 per cento (cfr. la sezione: *Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell’area dell’euro*).

Regno Unito. – L’espansione del prodotto nel Regno Unito si è sostanzialmente arrestata nel 2012 (0,3 per cento, da 1,0 nel 2011; cfr. tav. 1.1), pur beneficiando di alcuni fattori eccezionali, quali il giubileo della Regina e i giochi olimpici di Londra nella scorsa estate, che hanno contribuito a sostenere i consumi. Mentre la domanda interna ha segnato una moderata ripresa, le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo alla crescita pari a quasi un punto, risentendo soprattutto della recessione nell’area dell’euro; nel 2011 avevano contribuito alla crescita per 1,4 punti percentuali.

A fronte del debole andamento dell’attività economica, la dinamica dell’occupazione nel settore privato è stata molto vivace (4,0 per cento, dall’1,0 nel 2011), determinando un ulteriore calo della produttività del lavoro.

Dalla metà del 2010 gli andamenti dell’occupazione e del prodotto hanno iniziato a divergere significativamente. Nel quarto trimestre del 2012 la produttività oraria per addetto era più bassa di oltre il 7 per cento rispetto al picco del 2007, un calo eccezionale nel confronto storico e tra i più ampi fra i principali paesi industriali. Secondo stime della Banca d’Inghilterra, attualmente la produttività sarebbe inferiore del 15 per cento rispetto a un livello coerente con il trend precedente la crisi. A questo divario avrebbero contribuito, per 3-4 punti percentuali, errori di misurazione della dinamica passata del PIL e dell’occupazione e il ridimensionamento dei settori finanziario ed estrattivo. I restanti 11-12 punti sarebbero riconducibili al restringimento dell’offerta di credito e alle incerte prospettive della domanda, che agirebbero da freno all’accumulazione di capitale e all’innovazione tecnologica, inducendo le imprese a fare un uso più intensivo del fattore lavoro. Il basso livello dei tassi di interesse ufficiali e la tolleranza dei creditori verso le imprese debitorie in difficoltà ostacolerebbero inoltre la riallocazione delle risorse verso le imprese più efficienti, penalizzando la produttività complessiva. Infine, le imprese sarebbero indotte a non ridurre l’occupazione oltre un certo limite, per non compromettere la propria operatività o per non disperdere capitale umano (labour hoarding).

Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2013 il PIL sarebbe tornato a crescere (1,2 per cento in ragione d’anno). L’inflazione al consumo, che in settembre aveva raggiunto un minimo del 2,2 per cento, favorita anche dal rallentamento dei salari nel settore privato, si è poi attestata al 2,4 nell’aprile di quest’anno.

La Banca d’Inghilterra ha mantenuto il tasso di riferimento invariato allo 0,5 per cento, ampliando il ricorso a misure espansive non convenzionali; la dimensio-

ne del suo bilancio ha così raggiunto il 26 per cento del PIL (18 alla fine del 2011; cfr. fig. 1.2). Nel 2012 le risorse destinate al programma di acquisto di titoli sono cresciute complessivamente di 100 miliardi di sterline, raggiungendo il totale di 375 miliardi alla fine dell'anno. Nello scorso luglio, di concerto con il Ministero del Tesoro, è stata introdotta una nuova misura di sostegno al credito bancario.

Il nuovo programma, denominato Funding for Lending Scheme, permette al sistema bancario di rifinanziarsi presso la Banca centrale per un ammontare e a uno sconto direttamente proporzionali ai prestiti erogati al settore non finanziario. Secondo i dati relativi ai primi sei mesi di attività, vi avrebbero aderito 39 gruppi bancari, prendendo a prestito complessivamente 13,8 miliardi di sterline. Sebbene il flusso netto di prestiti al settore privato sia rimasto negativo, la Banca d'Inghilterra ha registrato un miglioramento nelle condizioni e nella disponibilità di credito per le grandi imprese e per le famiglie. Lo scorso aprile la durata del programma è stata estesa di un anno (fino a gennaio del 2015); è stata ampliata la gamma delle controparti non bancarie potenziali beneficiarie dei prestiti ed è stato introdotto un meccanismo per incentivare i finanziamenti alle piccole e medie imprese.

Nell'anno fiscale 2012-13 il disavanzo del settore pubblico si è ridotto, in linea con le previsioni, al 5,6 per cento del PIL, dal 7,8 del precedente. Secondo le più recenti stime del governo, il consolidamento in atto ridurrebbe il deficit al 3,5 per cento del PIL entro l'esercizio 2016-17, un livello molto superiore alle previsioni formulate lo scorso anno (1,2 per cento); resta tuttavia confermato l'obiettivo di conseguire il pareggio del bilancio al netto degli effetti del ciclo economico e delle spese per investimenti. L'avvio della riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL verrebbe posticipato di due esercizi, al 2017-18, principalmente per effetto del peggioramento della congiuntura. Secondo le più recenti stime dell'FMI, il debito lordo del settore pubblico, dal 90,3 per cento del PIL alla fine del 2012, supererebbe il 100 per cento nel 2016 (fig. 1.4).

Paesi della UE dell'Europa centrale e orientale. – Dei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale entrati a far parte della UE tra il 2004 e il 2007, tre sono già divenuti membri dell'area dell'euro (Estonia, Slovacchia e Slovenia). Nei rimanenti sette l'attività economica è fortemente rallentata nel 2012. La crescita del PIL, pari nel complesso allo 0,9 per cento (3,2 nel 2011), ha mostrato tuttavia profili molto diversi: si è mantenuta su ritmi vivaci in Lettonia e Lituania, ha frenato sensibilmente in Polonia, ha ristagnato o si è contratta negli altri paesi (tav. 1.2).

In tutta la regione le esportazioni hanno rallentato, a causa della protratta debolezza ciclica nell'area dell'euro; la domanda estera netta ha tuttavia fornito un contributo generalmente positivo alla crescita – con l'eccezione di Bulgaria e Romania – in seguito alla ancor più netta decelerazione delle importazioni, connessa con l'indebolimento della domanda interna. In Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria la domanda interna ha in particolare risentito del ristagno del reddito disponibile delle famiglie, del deterioramento del clima di fiducia, della prosecuzione dell'azione di consolidamento dei conti pubblici.

Nel 2012 l'inflazione al consumo si è attestata in media al 3,7 per cento (3,9 nel 2011); l'andamento differenziato tra paesi è ascrivibile in parte a fattori di natura temporanea, in particolare per effetto di interventi sull'imposizione indiretta e sui prezzi amministrati e a rincari a livello locale di alcune materie prime. Nei primi mesi del 2013 la dinamica dei prezzi è stata moderata in tutti i paesi, riflettendo gli ampi margini di capacità inutilizzata.

Tavola 1.2

Principali indicatori macroeconomici dei paesi della UE dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro (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)
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2012	2011	2012	2012
Bulgaria	1,8	0,8	3,4	2,4	0,1	-1,3	99,1	-2,0	-0,8	18,5
Lettonia	5,5	5,6	4,2	2,3	-2,1	-1,7	159,2	-3,6	-1,2	40,7
Lituania	5,9	3,6	4,1	3,2	-3,7	-0,5	140,3	-5,5	-3,2	40,7
Polonia	4,5	1,9	3,9	3,7	-4,9	-3,5	74,7	-5,0	-3,9	55,6
Repubblica Ceca	1,9	-1,3	2,1	3,5	-2,7	-2,4	52,0	-3,3	-4,4	45,8
Romania	2,2	0,7	5,8	3,4	-4,5	-4,0	76,6	-5,6	-2,9	37,8
Ungheria	1,6	-1,7	3,9	5,7	0,8	1,6	77,9	4,3	-1,9	79,2
Totale	3,2	0,9	3,9	3,7	....	....	83,6	-3,5	-3,4	51,1

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

Nella prima parte dello scorso anno le banche centrali dei paesi che adottano un obiettivo di inflazione (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) hanno mantenuto un orientamento di politica monetaria generalmente cauto, in ragione delle pressioni inflazionistiche e della elevata volatilità dei cambi. Successivamente, in Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria l'intonazione delle politiche è stata resa gradualmente più espansiva: tra lo scorso giugno e maggio di quest'anno, i tassi di riferimento sono stati abbassati per complessivi 175, 70 e 225 punti base, rispettivamente. Nelle economie che mantengono un regime di cambio fisso con l'euro, le condizioni monetarie sono state allentate nel corso dell'anno.

La situazione dei conti pubblici ha continuato a migliorare anche nel 2012, nonostante le sfavorevoli condizioni cicliche. L'azione di risanamento delle finanze pubbliche ha consentito una riduzione dei disavanzi strutturali (ossia corretti per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) di entità pari a circa due punti di PIL in media, secondo le stime della Commissione europea.

I saldi di parte corrente della bilancia dei pagamenti sono migliorati in quasi tutti i paesi rispetto al 2011, riflettendo il rallentamento della domanda interna. Anche l'avanzo del conto capitale è migliorato, risultando pari al 2 per cento del PIL, per effetto dei maggiori trasferimenti unilaterali associati all'utilizzo dei fondi strutturali della UE. Si sono invece ulteriormente ridotti gli investimenti netti dall'estero, all'1,6 per cento del PIL, il livello più basso dall'inizio dello scorso decennio. La flessione è riconducibile prevalentemente ai deflussi di capitale di natura bancaria, mentre gli investimenti diretti netti si sono stabilizzati sui due punti di PIL (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*).

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

Cina. – Nel 2012 la crescita del prodotto cinese è stata del 7,8 per cento (tav. 1.3), il livello più basso dal 1999. Il rallentamento ha riguardato tutte le componenti della

domanda interna, a fronte di un contributo ancora lievemente negativo delle esportazioni nette (-0,2 punti percentuali). Nella prima metà dell'anno, oltre al deterioramento del quadro congiunturale esterno, hanno pesato negativamente le misure restrittive sugli investimenti immobiliari adottate nel 2011 e il venir meno degli effetti delle misure di bilancio espansive varate nel biennio 2008-09 (cfr. il riquadro: *Il rallentamento dello sviluppo in Cina e la risposta delle politiche economiche*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012). Nello scorcio dell'anno le autorità hanno sostenuto temporaneamente il ritmo di attività economica anticipando la spesa per investimenti pubblici.

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)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Cina	9,3	7,8	5,4	2,6	2,8	2,6	-1,3	-2,2
India (3)	7,3	5,1	9,5	7,5	-3,4	-5,1	-8,4	-8,3
Brasile	2,7	0,9	6,6	5,4	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8
Russia	4,3	3,4	8,4	5,1	5,2	4,0	1,5	0,4

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) In rapporto al PIL. – (2) Settore pubblico consolidato. – (3) Il PIL è valutato al costo dei fattori; l'inflazione al consumo è misurata sull'indice dei prezzi all'ingrosso.

Nel primo trimestre del 2013, tuttavia, gli investimenti complessivi sono tornati a rallentare, contribuendo all'ulteriore decelerazione del prodotto. Al contrario, la domanda estera è tornata a fornire un apporto positivo alla crescita (1,1 punti percentuali), soprattutto grazie alla ripresa delle esportazioni verso gli Stati Uniti (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Nel 2012 è proseguito il graduale processo di riequilibrio interno dell'economia cinese. Tale processo è volto, dal lato dell'offerta, ad accrescere il peso del settore dei servizi e, dal lato della domanda, ad aumentare quello dei consumi, con l'obiettivo di ridurre l'eccessiva dipendenza dello sviluppo economico dalla crescita delle esportazioni e degli investimenti in capitale fisso.

Nel 2012 il valore aggiunto nel settore dei servizi è salito al 44,6 per cento del prodotto (dal 43,4 nel 2011), anche grazie all'introduzione di sgravi fiscali al settore. I consumi, pur rallentando (all'8,4 per cento, dal 10,2 nel 2011), hanno fornito un contributo positivo alla crescita superiore a quello degli investimenti per il secondo anno consecutivo (4,1 contro 3,9 punti percentuali), collocandosi al 49,0 per cento del PIL (dal 48,3 nel 2011). L'avanzo commerciale della bilancia dei pagamenti è tornato ad ampliarsi leggermente (al 3,9 per cento del PIL, dal 3,3 nel 2011), riflettendo il rallentamento dell'attività nei comparti a più elevato contenuto di importazioni (come quello dell'edilizia) e il calo dei prezzi internazionali delle materie prime (cfr. il capitolo 3: Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti).

I redditi delle famiglie nelle aree urbane hanno continuato a crescere, sospinti dall'aumento dei salari dei lavoratori delle imprese private (14,0 per cento), in larga parte rappresentati da immigrati provenienti dalle aree rurali. Il saggio di risparmio è ancora salito, al 32 per cento, due punti percentuali in più rispetto al 2011, riflettendo probabilmente il ruolo crescente delle rimesse verso le aree rurali da parte dei lavoratori immigrati nelle città.

La forte crescita dei salari percepiti dai lavoratori immigrati dalle aree rurali sarebbe alla base della riduzione della disuguaglianza dei redditi nelle città negli anni più recenti. In base ai dati pubblicati lo scorso gennaio dall'ufficio di statistica, dal 2008 si osserverebbe nei centri urbani una riduzione dell'indice di Gini (sceso attorno a 0,31 nel 2012, da circa 0,34 nel 2008) e del divario tra i redditi afferenti al primo e al nono decile della distribuzione.

La disuguaglianza si starebbe riducendo anche tra aree urbane e rurali, probabilmente in seguito ai flussi di reddito che affluiscono nelle campagne tramite le rimesse dei lavoratori emigrati nelle città. In base alle stime dell'ufficio di statistica, la consistenza del numero di lavoratori migrati (dalle campagne alle città) avrebbe raggiunto i 263 milioni nel 2012, pari al 70 per cento del totale dei lavoratori nelle aree urbane. Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro tra gli adulti migrati è notevolmente più alto (96 per cento) rispetto a quello relativo ai residenti (69 per cento), particolarmente per quanto riguarda la componente femminile.

L'inflazione al consumo, dopo il picco del 6,5 per cento raggiunto alla metà del 2011, è tornata su valori contenuti, fino all'1,7 per cento nell'ottobre 2012; lo scorso aprile era risalita al 2,4 per cento, sospinta da temporanei rincari dei prodotti alimentari.

Dalla scorsa estate i prezzi delle abitazioni hanno ripreso a crescere, in risposta all'allentamento delle condizioni monetarie e creditizie: tra maggio del 2012 e marzo del 2013 l'incremento medio è stato del 16 per cento.

Il rinnovato rischio di surriscaldamento del mercato immobiliare ha indotto il governo ad annunciare, lo scorso marzo, l'introduzione di nuove misure restrittive volte a penalizzare le transazioni speculative, prevedendo un'imposta del 20 per cento sulle plusvalenze registrate nella compravendita di seconde case, un'imposta sulla proprietà e misure selettive di restrizione al credito.

La politica monetaria ha assunto un'intonazione moderatamente espansiva nel corso del 2012. In febbraio e in maggio la Banca centrale ha ridotto i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche, complessivamente di un punto percentuale; in giugno e in luglio ha diminuito, per la prima volta dal 2008, i tassi di interesse di riferimento sui prestiti e sui depositi bancari, per complessivi 50 punti base (rispettivamente al 6,0 e al 3,0 per cento).

La riduzione dei tassi di riferimento sui prestiti e sui depositi (che stabiliscono, rispettivamente, una soglia inferiore per i tassi attivi praticabili dalle banche commerciali e un tetto per quelli passivi), è stata accompagnata da un ampliamento (al 30 per cento) dello sconto concedibile sui tassi attivi e, per la prima volta, dalla possibilità di maggiorazione (fino al 10 per cento) di quelli passivi. La misura è tesa a ottenere una graduale liberalizzazione dei tassi di interesse e ad aumentare il grado di concorrenza tra le banche.

Nel 2012 l'aggregato ampio di moneta M2 è cresciuto del 13,8 per cento (in linea con gli obiettivi del governo), mentre i flussi di nuovi finanziamenti all'economia sono aumentati del 22,8 per cento, anche in virtù del crescente ricorso a prestiti non bancari, raggiungendo così un livello pari al 30 per cento del PIL.

La riduzione del peso relativo dei prestiti bancari nel finanziamento degli investimenti ha ricevuto particolare impulso nell'ultimo biennio, anche in risposta alle restrizioni del credito al settore immobiliare imposte dalle autorità. Gli strumenti di finanziamento alternativi ai tradizionali prestiti bancari, saliti al 42 per cento del totale delle fonti di finanziamento nel 2012 (24 per cento nel 2009) sono in larga misura intermediati dalle banche, ma contabilizzati fuori bilancio e, pertanto, non soggetti ai vincoli prudenziali imposti ai prestiti tradizionali. Accanto ai prodotti intermediati per conto di entità nominalmente separate, che in genere finanziano soggetti rischiosi (ad es. società di sviluppo immobiliare) a tassi molto elevati, le banche offrono ai propri clienti i cosiddetti wealth management

products (WMP), prodotti finanziari a breve scadenza, non garantiti e più remunerativi dei depositi, utilizzati per finanziare investimenti fuori bilancio, tra cui l'acquisto di obbligazioni societarie a elevato rendimento.

Al fine di regolamentare l'espansione degli strumenti alternativi ai tradizionali prestiti bancari e per ridurre i rischi di liquidità – che potrebbero derivare da uno squilibrio tra le scadenze degli attivi e dei passivi delle banche – e quelli di azzardo morale – insiti nell'aspettativa di una garanzia implicita da parte del governo – dallo scorso aprile l'autorità di supervisione bancaria ha imposto agli istituti di credito di adottare criteri di trasparenza nell'utilizzo dei fondi raccolti attraverso l'emissione dei WMP. Per tali fondi, inoltre, è stato fissato un massimale alla quantità destinabile all'acquisto di obbligazioni e alla concessione di prestiti.

La politica di bilancio si è mantenuta moderatamente espansiva nella prima parte del 2012 e più orientata al finanziamento dei programmi di spesa sociale rispetto al passato. Nella seconda metà dell'anno, il governo ha accelerato l'approvazione di alcuni investimenti in infrastrutture, tornati a crescere al ritmo del 13 per cento (in termini nominali) nel complesso dell'anno. Nel 2012 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è salito al 2,2 per cento del PIL (dall'1,3 nel 2011), livello che, secondo le stime dell'FMI, resterebbe immutato nel 2013.

L'incidenza del debito pubblico sul PIL, dopo aver toccato un picco del 33,5 per cento nel 2010, sarebbe scesa al 22,8 nel 2012.

È probabile che i dati ufficiali sottostimino la dimensione effettiva del debito pubblico, non contabilizzando completamente le passività contratte dai governi locali attraverso società veicolo, create per raccogliere capitali sul mercato per il finanziamento dei progetti infrastrutturali. Secondo le recenti stime dell'autorità di vigilanza, alla fine del 2012 l'ammontare di prestiti del settore bancario afferenti a queste società risultava pari a 9.200 miliardi di renminbi (18 per cento del PIL).

India. – Nel 2012 la crescita dell'economia indiana ha perso slancio, scendendo al 5,1 per cento (dal 7,3 nel 2011), il valore più basso da circa un decennio. Il rallentamento ha riguardato anche il settore dei servizi, da cui origina oltre il 60 per cento del prodotto complessivo. Il ritmo di espansione della spesa per consumi si è dimezzato, gli investimenti hanno ristagnato. Le esportazioni nette hanno fornito un modesto contributo positivo, grazie al più forte rallentamento delle importazioni.

La crescita economica è risultata nettamente inferiore a quella prevista dal governo nel piano quinquennale relativo al periodo 2007-2012 (9,0 per cento), non solo per l'operare di fattori ciclici, ma anche per problemi di natura strutturale. La Banca centrale indiana ha recentemente abbassato la stima della crescita potenziale dell'economia dal 9,0 al 7,0 per cento.

Il mancato raggiungimento degli obiettivi di crescita riflette principalmente rigidità e strozzature dal lato dell'offerta, tra cui l'inadeguata dotazione di infrastrutture, soprattutto nei settori dell'energia (dove sono frequenti le interruzioni della fornitura), dei trasporti e delle comunicazioni. Al fine di rilanciare gli investimenti privati, che negli ultimi anni si sono progressivamente arrestati, il governo ha avviato riforme strutturali volte a migliorare il clima di fiducia, anche attraverso importanti liberalizzazioni nel settore finanziario. Inoltre, per favorire la partecipazione del settore privato nel comparto delle infrastrutture, ha creato una commissione speciale per velocizzare le procedure di approvazione dei grandi progetti, ha innalzato i limiti all'acquisto da parte degli investitori esteri di obbligazioni emesse da società indiane che operano nel settore delle infrastrutture e ha semplificato le regole per la dismissione dei terreni pubblici.

Le pressioni inflazionistiche – misurate dalle variazioni dell'indice dei prezzi all'ingrosso che costituisce il riferimento della politica monetaria – pur attenuandosi rispetto

al 2011, sono rimaste elevate (7,5 per cento, dal 9,5). Nei primi mesi dell'anno in corso la persistente debolezza della domanda interna e il calo dei prezzi internazionali delle materie prime energetiche e alimentari hanno favorito una decisa riduzione dell'inflazione (4,9 per cento in aprile, il valore più basso dell'ultimo triennio), tornata all'interno della soglia di tolleranza della Banca centrale (fissata attorno al 5,5 per cento per il 2013).

Nel 2012 e nei primi mesi di quest'anno la politica monetaria si è mantenuta accomodante, al fine di contrastare l'eccessivo rallentamento degli investimenti. Tra aprile del 2012 e maggio di quest'anno la Banca centrale ha tagliato il tasso di interesse di riferimento per complessivi 125 punti base, al 7,25 per cento.

Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è rimasto sul livello elevato del 2011 (8,3 per cento del PIL), risentendo di un gettito inferiore alle attese e di una spesa ancora cospicua per sussidi pubblici al consumo di beni alimentari ed energetici. Secondo le stime dell'FMI, nell'anno in corso e nel 2014 il disavanzo permanerebbe su tale livello; il debito si stabilizzerebbe attorno al 66,8 per cento del 2012.

Brasile. – Dopo il netto rallentamento nel 2011, il PIL brasiliano ha ristagnato nel 2012 (0,9 per cento, dal 2,7). La contrazione degli investimenti, che insieme al decumulo delle scorte ha sottratto circa due punti percentuali alla crescita, ha riflesso il peggioramento del clima di fiducia, dovuto all'indebolimento della domanda estera e alle incertezze sulla direzione della politica economica. La dinamica dei consumi, invece, è rimasta sostenuta (3,1 per cento; 4,1 nel 2011), propiziata da condizioni ancora molto favorevoli del mercato del lavoro, dove il tasso di disoccupazione è sceso al minimo storico del 4,6 per cento.

Nel corso dell'anno il governo ha introdotto diversi sgravi fiscali per favorire un recupero di competitività in alcuni comparti del settore manifatturiero; un impulso positivo alla crescita potrebbe derivare soprattutto dal nuovo piano di stimolo agli investimenti in infrastrutture varato nel 2012 e avviato nell'anno in corso.

Il saggio di investimento brasiliano, misurato dalla spesa lorda in capitale fisso in rapporto al PIL, si colloca al 18 per cento, un valore basso nel confronto internazionale e inferiore di oltre quattro punti percentuali rispetto alla media dei principali paesi sudamericani. Il ritardo nell'adeguamento dello stock di capitale fisso in Brasile si concentra soprattutto nei settori delle infrastrutture e dell'edilizia (residenziale e commerciale), con grave detrimento per la produttività e la crescita potenziale dell'economia (stimata intorno al 4 per cento). Negli anni recenti il governo ha introdotto diversi incentivi all'investimento in questi settori. Nel 2009 era stato avviato un programma federale per la realizzazione di abitazioni popolari finanziato da mutui agevolati concessi da due banche pubbliche; nella sua prima fase, conclusa nel 2011, tale programma ha consentito la costruzione di un milione di unità abitative che raddoppieranno entro il 2014. Nel 2012 il governo ha varato un piano di concessioni nel settore dei trasporti e dell'energia che, assieme a sgravi fiscali e a prestiti agevolati, dovrebbe stimolare nuovi investimenti privati pari al 10 per cento del PIL, metà per il potenziamento delle infrastrutture di trasporto (strade, autostrade, porti e aeroporti) e il resto per i settori energetico ed estrattivo (petrolio e gas naturale). Il piano ha preso avvio nell'anno in corso.

Dall'autunno l'inflazione al consumo è risalita, raggiungendo lo scorso aprile il 6,5 per cento (dal 4,9 nel giugno 2012), corrispondente al limite superiore dell'intervallo-obiettivo della Banca centrale ($4,5 \pm 2$ per cento). L'incremento ha riflesso rincari dei prodotti alimentari e nel comparto dei servizi, che si sono trasmessi ai salari (cresciuti del 10 per cento in termini nominali rispetto all'anno precedente) per il tramite dei meccanismi di indicizzazione automatica.

La politica monetaria è stata espansiva, riflettendo i timori legati all'indebolimento dell'attività economica. Nel 2012 la Banca centrale ha ridotto ripetutamente il tasso di riferimento (Selic), per complessivi 375 punti base, fino al minimo storico del 7,25 per cento raggiunto in ottobre. Lo scorso aprile, in seguito al deterioramento delle aspettative di inflazione anche su orizzonti di medio periodo, la Banca centrale ha interrotto questo corso, procedendo a un primo rialzo del Selic (per 25 punti base).

Il disavanzo del settore pubblico allargato è salito al 2,8 per cento del PIL nel 2012 (2,5 nel 2011). Il deterioramento dell'avanzo primario (al 2,4, dal 3,1 per cento del 2011) è riconducibile principalmente alle misure di sostegno all'attività economica adottate dal governo (tra cui la riduzione dell'IVA su alcuni beni di consumo durevole e di investimento e l'ampliamento del novero dei settori interessati alla riduzione del cuneo fiscale sul costo del lavoro). L'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata al 68,5 per cento del PIL, dal 64,9 del 2011.

Russia. – Nel 2012 la crescita del PIL russo è scesa al 3,4 per cento (dal 4,3 nel 2011), risentendo dei persistenti vincoli all'espansione dell'offerta e del calo dei proventi derivanti dalle esportazioni di petrolio e di gas naturale. La dinamica della domanda interna si è mantenuta comunque robusta, sostenuta dalle condizioni favorevoli del mercato del lavoro e dalla forte espansione del credito a famiglie e imprese.

L'inflazione, dopo aver superato nell'autunno 2012 la soglia limite del 6 per cento fissata dalle autorità monetarie, ha raggiunto il 7,2 lo scorso aprile, sospinta dai rincari dei prodotti alimentari e di numerose tariffe regolamentate.

La politica monetaria ha assunto un'intonazione moderatamente restrittiva, con un solo rialzo del tasso di interesse di riferimento nello scorso settembre (dall'8,0 all'8,25 per cento).

Nel 2012 l'avanzo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche è sceso allo 0,4 per cento del PIL (dall'1,5 nel 2011), a causa delle minori entrate fiscali derivanti dal settore energetico; al netto di tali entrate, il disavanzo è salito al 11,0 per cento (dal 10,0 nel 2011). Per ridurre la vulnerabilità delle finanze pubbliche alle fluttuazioni dei ricavi petroliferi, il governo ha varato nuove regole di aggiustamento della spesa sulla base dell'andamento dei corsi del greggio.

2. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Nel corso del 2012 le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro si sono temporaneamente riacuite. Le condizioni sui mercati finanziari internazionali, che nei primi mesi dello scorso anno erano migliorate anche per effetto delle operazioni di rifinanziamento a tre anni condotte dalla Banca centrale europea, sono in seguito nuovamente peggiorate. Alle preoccupazioni degli investitori internazionali per la Grecia e alle difficoltà del sistema bancario spagnolo si sono aggiunte le impressioni di scarsa coesione delle autorità europee nell'affrontare la crisi nell'area dell'euro, nonché le incertezze circa l'evoluzione della politica di bilancio negli Stati Uniti. I timori di reversibilità dell'Unione monetaria hanno accentuato la frammentazione, lungo i confini nazionali, dei mercati monetari e obbligazionari. Gli annunci, in agosto e in settembre, di nuove modalità di intervento da parte della BCE per contenere i premi per il rischio di ridenominazione e ridurre le gravi disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria unica hanno contribuito significativamente ad allentare le tensioni (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Negli ultimi mesi del 2012 la generale riduzione dell'avversione al rischio sui mercati internazionali ha beneficiato dei progressi compiuti nella definizione del meccanismo di vigilanza unico in Europa e nella ristrutturazione del sistema bancario spagnolo, nonché del successo dell'operazione di riacquisto del debito greco in dicembre (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

L'andamento dei mercati finanziari nei paesi emergenti ha rispecchiato le mutevoli condizioni globali. Dall'estate si è registrato un generalizzato miglioramento, connesso con la rapida ripresa degli investimenti di portafoglio internazionali. Nel complesso del 2012, tuttavia, gli afflussi di capitali privati sono risultati meno cospicui di quelli del biennio precedente, per l'andamento negativo della prima parte dell'anno e per la persistente debolezza della componente bancaria.

Nel primo trimestre del 2013 sui mercati finanziari globali si sono manifestate nuove tensioni in concomitanza con il protrarsi della debolezza della crescita in Europa, l'acuirsi della crisi bancaria a Cipro (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*) e l'esito delle elezioni politiche italiane. Le condizioni finanziarie, pur migliori rispetto allo scorso anno, rimangono fragili.

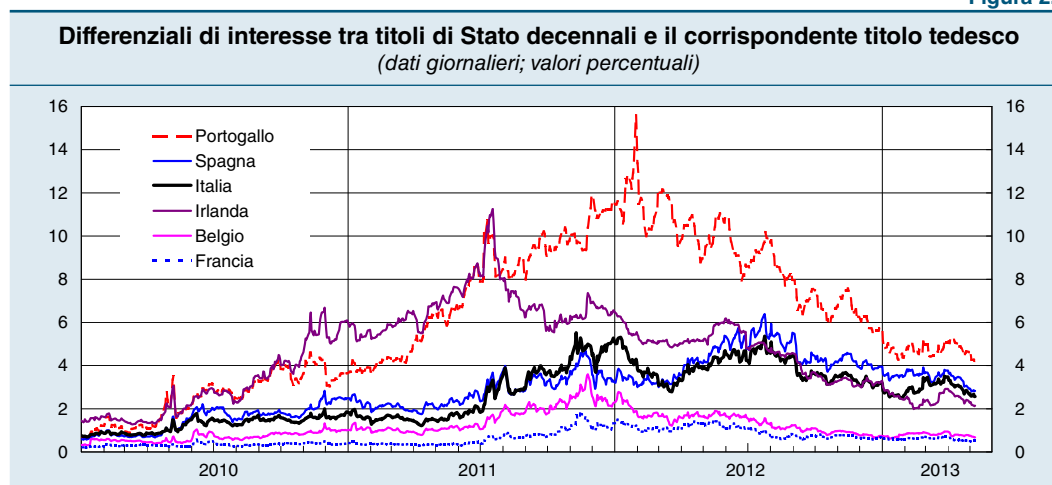
I paesi industriali

Dopo il miglioramento osservato nei primi mesi del 2012, da aprile le tensioni sui mercati finanziari si sono intensificate. Si è registrato un forte incremento dei premi per il rischio sui titoli di Stato di Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna; sono

aumentati i rendimenti delle obbligazioni societarie sia dell'area dell'euro, sia degli Stati Uniti. Le quotazioni azionarie sono scese in tutti i principali paesi e la volatilità nei mercati obbligazionari e azionari è aumentata. Da agosto le tensioni si sono, tuttavia, gradualmente riassorbite: i premi per il rischio sulle obbligazioni pubbliche e private sono diminuiti, tornando su livelli più bassi di quelli osservati all'inizio del 2012; i corsi azionari sono cresciuti, toccando in alcuni paesi valori massimi storici; la volatilità è ridiscesa.

I differenziali di interesse tra i titoli di Stato decennali di Portogallo, Spagna, Italia e Irlanda e il corrispondente titolo tedesco, che nei primi tre mesi del 2012 si erano ridotti, dalla primavera sono tornati ad ampliarsi, raggiungendo nell'ultima parte di luglio livelli pari, rispettivamente, a 970, 640, 540 e 490 punti base (fig. 2.1). All'inizio di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato le modalità di attuazione di una nuova misura di politica monetaria – le operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions; cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012) – mirata a contenere i premi per il rischio di reversibilità dell'euro e ridurre le gravi disfunzioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria unica. Ciò ha innescato una fase di riduzione dei premi per il rischio nei paesi europei maggiormente interessati dalle tensioni, fino alla stabilizzazione osservata all'inizio del 2013; quest'ultima è avvenuta su valori inferiori all'anno precedente, ma ancora elevati rispetto a quelli prevalenti all'inizio del 2010.

Figura 2.1

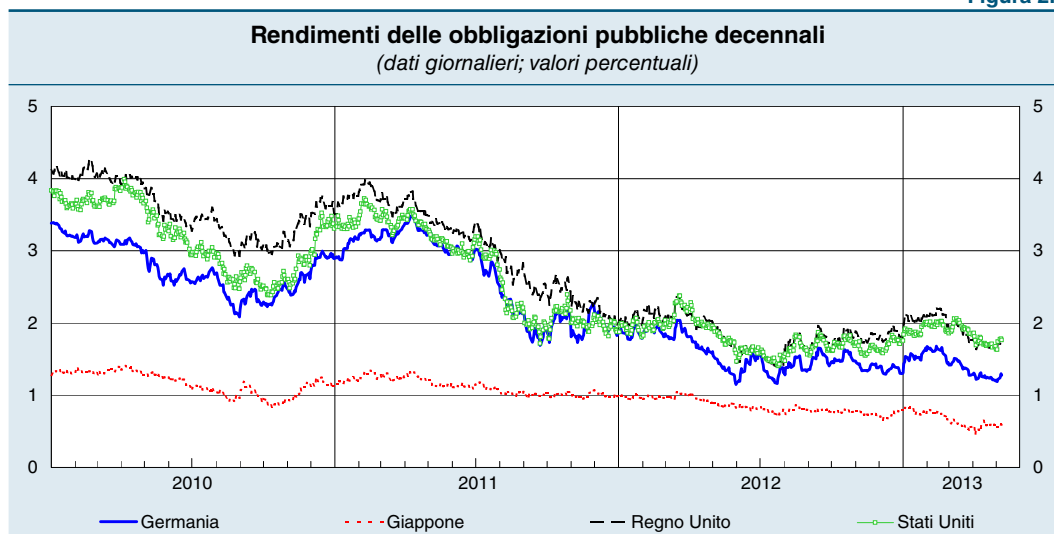


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.

L'indebolimento delle prospettive di crescita globali, l'accentuarsi dell'orientamento espansivo delle politiche monetarie nei maggiori paesi avanzati e l'aumentata avversione al rischio, hanno compresso da aprile del 2012 i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti (fig. 2.2). Dagli inizi di agosto alla fine di febbraio dell'anno in corso, questi sono risaliti, in seguito al ridursi dei timori circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro.

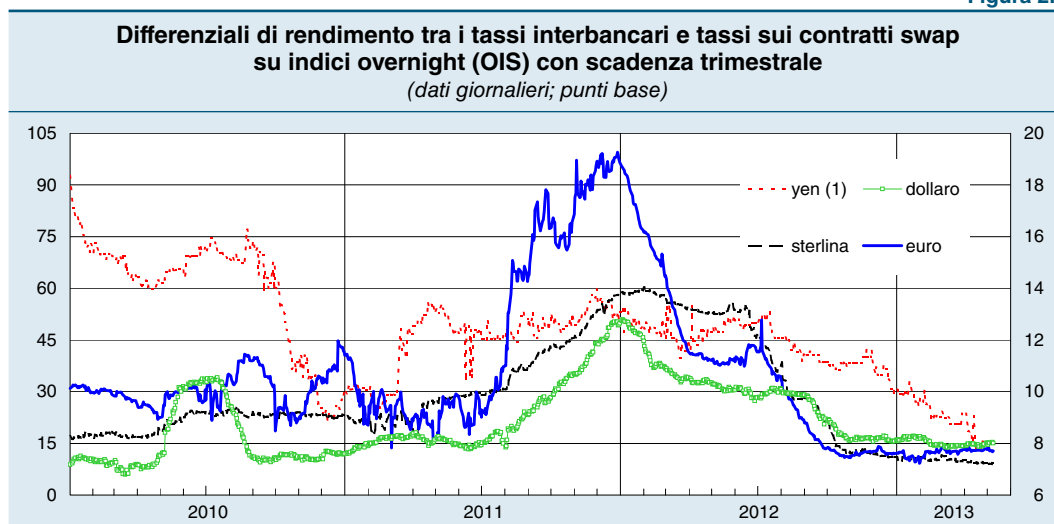
L'ingente iniezione di liquidità da parte di tutte le maggiori banche centrali dei paesi avanzati ha favorito una distensione delle condizioni sui mercati interbancari. Nel 2012 i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari a tre mesi senza garanzia e

Figura 2.2



quelli sui contratti overnight indexed swap con eguale durata – una misura dei premi per il rischio sul mercato interbancario – sono diminuiti per tutte le maggiori economie, stabilizzandosi su valori solo leggermente superiori a quelli prevalenti prima del 2007 (fig. 2.3). I premi sui credit default swap a cinque anni relativi ai principali intermediari creditizi internazionali, dopo essere aumentati fino a 290 punti base (valore mediano) all’inizio dell’estate scorsa, sono ridiscesi di 160 punti, attestandosi in dicembre su valori analoghi a quelli prevalenti fino alla metà dell’anno precedente, sia per le banche statunitensi, sia per quelle dell’area dell’euro (tra l’inizio dell’anno in corso e la metà di maggio si è registrata un’ulteriore diminuzione di 20 punti base).

Figura 2.3

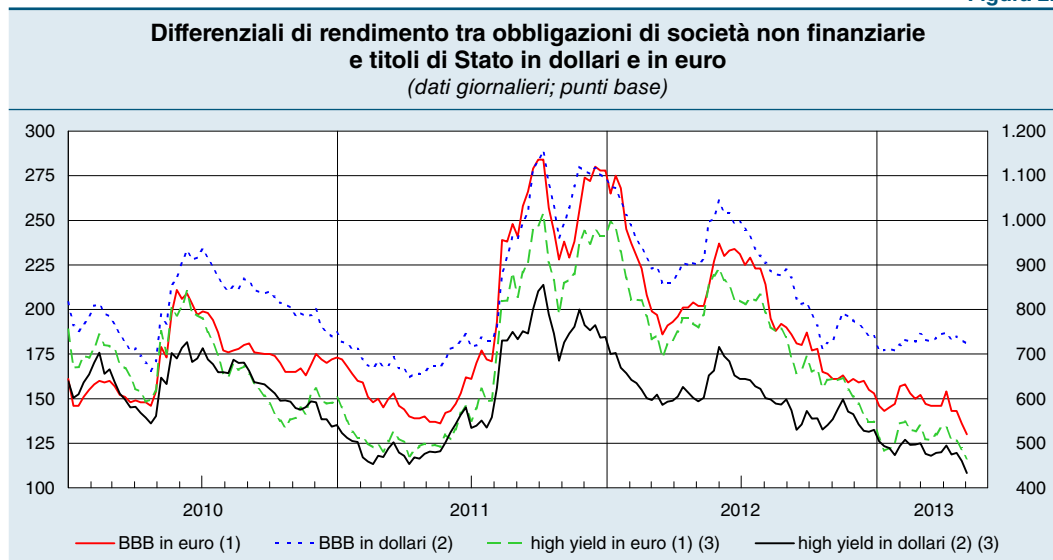


Il credito bancario alle imprese, seppur con andamenti differenziati tra paesi, è rimasto nel complesso fiacco, risentendo sia della debolezza della domanda, sia del permanere di tensioni sulle condizioni di offerta.

Le più recenti indagini sul credito bancario nei principali paesi industriali, relative al primo trimestre del 2013, mostrano un andamento eterogeneo tra i diversi paesi, per quanto riguarda sia le condizioni di offerta, sia la dinamica della domanda. Permangono, inoltre, differenze nell'accesso al credito tra imprese di diverse dimensioni. La Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices della Riserva federale mostra un miglioramento nelle condizioni di offerta di finanziamenti, nonché un moderato aumento della domanda di prestiti negli Stati Uniti. L'indagine condotta dalla Banca del Giappone rivela un aumento generalizzato della domanda di credito e un allentamento delle condizioni di offerta, specialmente per le piccole imprese. La Bank Lending Survey condotta nell'area dell'euro, invece, mostra ancora un peggioramento nelle condizioni di accesso al credito per le imprese in alcuni paesi, seppure inferiore rispetto a quanto osservato nell'ultimo trimestre del 2012; l'incertezza circa le prospettive macroeconomiche dell'area continua a gravare sull'offerta di credito e la domanda appare ancora debole (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune). Per il Regno Unito la Credit Conditions Survey della Banca d'Inghilterra segnala che le condizioni di credito sono maggiormente migliorate per le grandi società non finanziarie rispetto a quelle di piccole e medie dimensioni, la cui domanda si sarebbe peraltro contratta.

I premi per il rischio sulle obbligazioni di società private non finanziarie, che tra la primavera e l'inizio dell'estate del 2012 erano aumentati soprattutto nell'area dell'euro, sono successivamente tornati su valori ben inferiori a quelli prevalenti all'inizio dell'anno (fig. 2.4). Tra giugno e dicembre del 2012 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 diminuiti di 76 e 84 punti base, rispettivamente, a 185 e 153 punti; quelli relativi alle obbligazioni high yield sono diminuiti di 186 e 343 punti base, rispettivamente, a 530 e 548 punti. L'ingente domanda di titoli a elevato rendimento negli Stati Uniti e le difficoltà nell'accedere al credito bancario in Europa hanno stimolato l'emissione di obbligazioni da parte delle società non finanziarie. Nel 2012 l'ammontare totale delle emissioni (al netto dei rimborsi) nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito è stato pari a circa 450 miliardi di dollari, quattro volte superiore a quello del 2011.

Figura 2.4



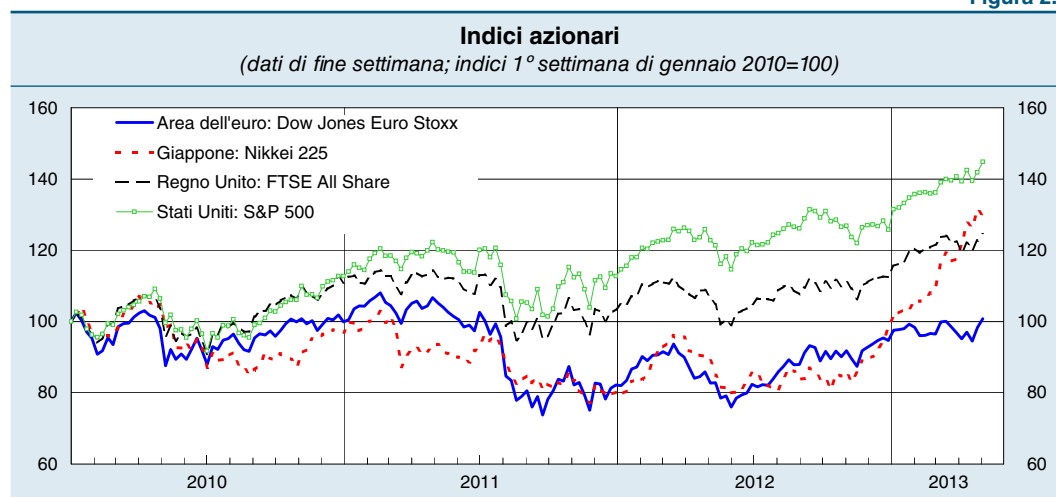
Fonte: Merrill Lynch.

(1) 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. – (2) 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. – (3) Scala di destra.

Nel 2012 gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Regno Unito hanno segnato aumenti significativi, pari, rispettivamente, a 15, 12 e 9 per cento (fig. 2.5). Nell'anno in corso hanno continuato a crescere sia nel Regno Unito

sia negli Stati Uniti, dove, in maggio, è stato raggiunto il massimo storico. In Giappone l'incremento dei corsi azionari nel 2012 è stato maggiore (23 per cento) e interamente realizzato nell'ultima parte dell'anno; nei primi mesi del 2013 l'indice Nikkei 225 è ancora aumentato del 32 per cento, beneficiando delle misure espansive di politica economica annunciate dalla banca centrale e dal governo (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Dall'inizio del 2012 la volatilità implicita dell'indice Standard & Poor's 500 è gradualmente diminuita, attestandosi da febbraio su valori non dissimili da quelli osservati alla metà del 2007.

Figura 2.5



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

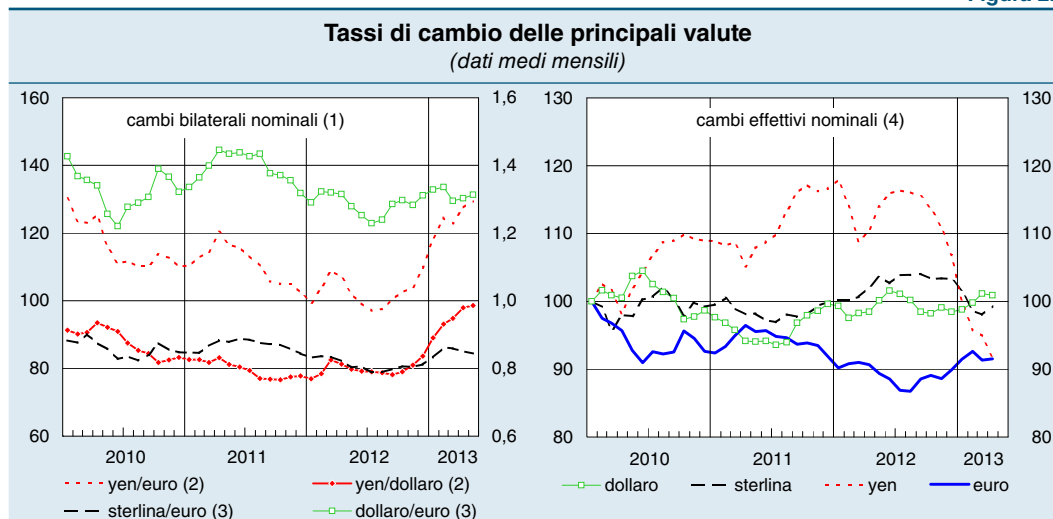
Negli Stati Uniti la crescita sul periodo corrispondente degli utili delle società quotate è scesa al 3 per cento nella metà di maggio dell'anno in corso (era del 17 per cento all'inizio del 2012). Il rapporto tra quotazioni e utili corretti per il ciclo economico appare in linea con la media storica di lungo periodo. Nell'area dell'euro, invece, la crescita degli utili è rimasta prossima allo zero o lievemente negativa; il rapporto tra quotazioni e utili corretti per il ciclo, ancora inferiore alla media storica, risente dell'elevata incertezza sulle condizioni economiche e finanziarie dell'area.

L'euro, dopo essersi indebolito nei primi sette mesi del 2012 (nella misura del 3,6 per cento in termini effettivi nominali), ha poi recuperato valore nei confronti di tutte le principali valute, per effetto dell'attenuarsi delle preoccupazioni sulla solidità dell'Unione monetaria e dell'intonazione più espansiva della politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone (fig. 2.6). Lo yen ha invece registrato un progressivo deprezzamento dalla scorsa estate; tale indebolimento ha riflesso inizialmente le aspettative e, in seguito, l'effettiva adozione da parte delle autorità giapponesi di misure volte a contrastare più decisamente la deflazione.

Dall'estate del 2012, quando si è profilata la prospettiva di un cambiamento di governo in Giappone, il tasso di cambio dello yen ha iniziato a deprezzarsi rapidamente nei confronti di tutte le principali valute: tra agosto e dicembre il deprezzamento è stato pari all'8,1 per cento in termini effettivi nominali, al 5,9 nei confronti del dollaro, all'11 e all'8,4, rispettivamente, nei confronti dell'euro e della sterlina. Dall'inizio del 2013, in concomitanza con gli annunci di un nuovo allentamento della politica monetaria e di misure di bilancio a sostegno dell'economia (cfr il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree), lo yen si è deprezzato di un ulteriore 10 per cento in termini effettivi nominali, del 9 e del 10 per cento nei confronti, rispettivamente, di dollaro ed euro e del 7 nei confronti della sterlina. Al deprezzamento hanno contribuito le attese di bassi tassi di interesse

per un periodo prolungato e la riduzione della volatilità sui mercati finanziari internazionali. Tali circostanze sembrano aver favorito una ripresa dell'attività di carry trade, con lo yen come valuta di finanziamento, da parte di operatori non commerciali; i residenti avrebbero invece prevalentemente rimpatriato capitali per finanziare l'acquisto di azioni sul mercato domestico.

Figura 2.6



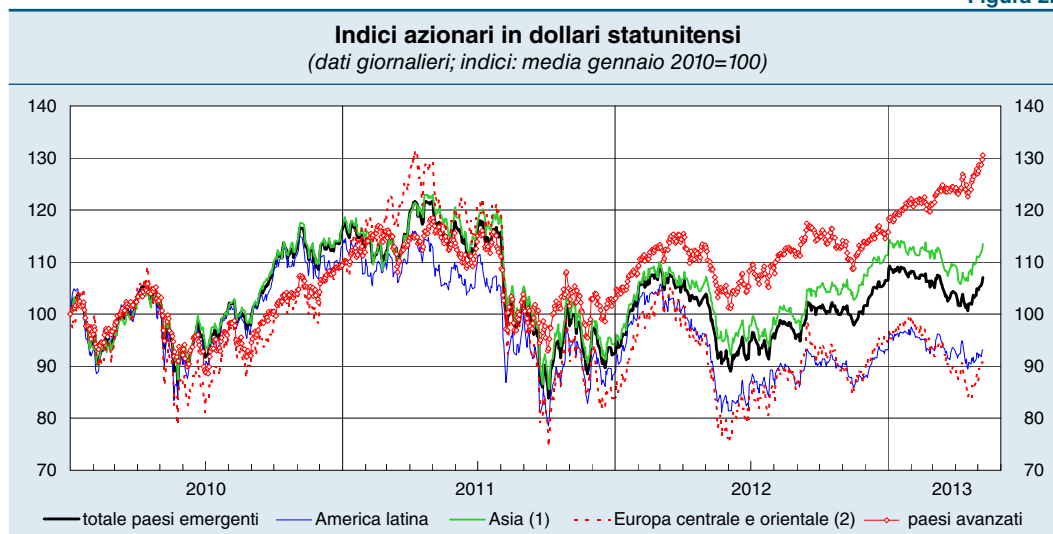
Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra. – (4) Indici: gennaio 2010=100.

I paesi emergenti

Nel 2012 l'andamento dei mercati azionari delle economie emergenti ha rispecchiato l'alterna evoluzione della crisi del debito in Europa e le mutevoli aspettative sull'espansione dell'attività economica in Cina. Nel complesso dell'anno i corsi hanno realizzato rialzi, non tuttavia sufficienti a recuperare la brusca flessione della seconda metà del 2011 (fig. 2.7). Tra le diverse aree, i guadagni degli indici azionari (misurati in dollari) sono stati relativamente maggiori per l'Asia e l'Europa centrale e orientale.

Figura 2.7



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Morgan Stanley.

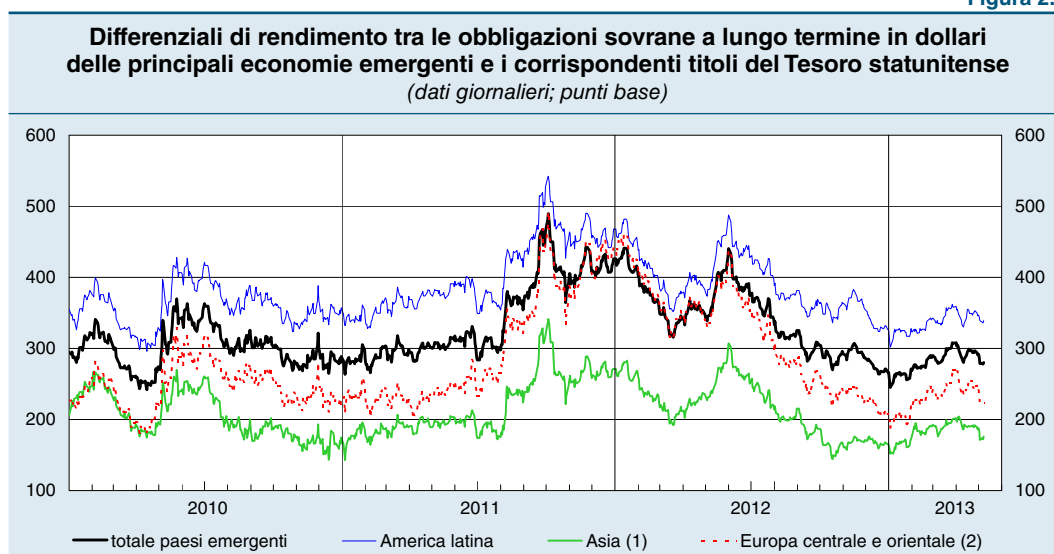
(1) Escluso il Giappone. – (2) Inclusa la Russia.

Il recupero degli indici azionari nella seconda metà del 2012 è stato nell'ordine del 20 per cento per l'insieme delle economie emergenti. A sostenere le quotazioni avrebbe contribuito la ripresa degli afflussi di capitali di portafoglio, alimentata da un calo dell'avversione al rischio degli investitori internazionali e dalla ricerca di rendimenti più elevati, a fronte del permanere di politiche monetarie molto accomodanti nelle principali economie avanzate.

Nei primi mesi del 2013 al rafforzamento dei corsi azionari nei paesi avanzati si è contrapposta una correzione al ribasso delle piazze delle economie emergenti; questo differente andamento potrebbe riflettere l'incertezza sull'intensità della ripresa ciclica e i segnali di indebolimento dei prezzi delle principali materie prime.

I premi per il rischio sovrano, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli del debito pubblico denominati in dollari dei paesi emergenti e quelli degli Stati Uniti, dopo un ampliamento fino a oltre 400 punti base nel giugno 2012, si sono ridimensionati nei mesi successivi, portandosi alla fine dell'anno attorno ai 245 punti (fig. 2.8), un livello analogo a quello dell'estate del 2007. Nei primi mesi del 2013 i premi sono lievemente risaliti, per l'accresciuta incertezza sui mercati europei.

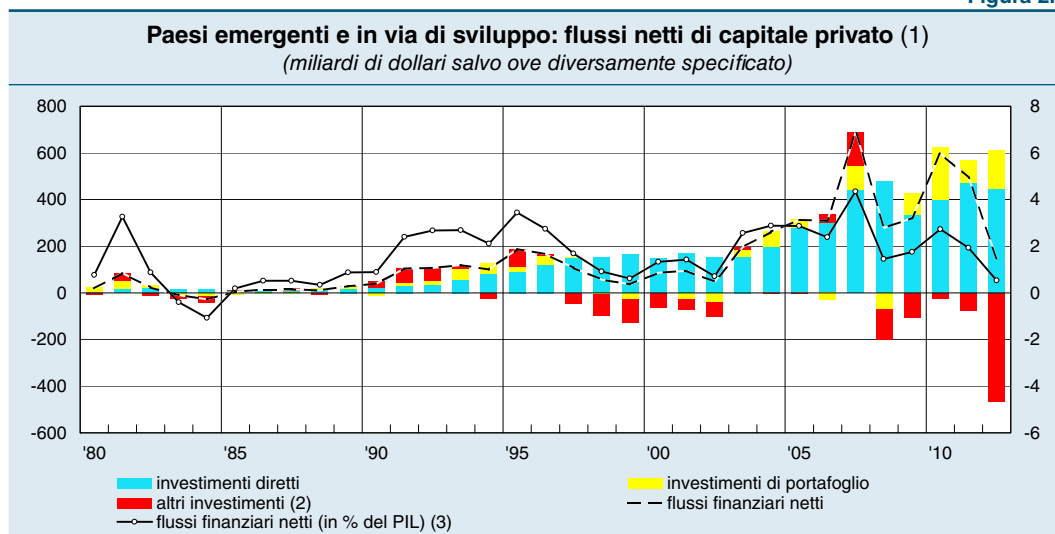
Figura 2.8



Fonte: Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.
(1) Escluso il Giappone. – (2) Inclusa la Russia.

I flussi netti di capitali privati verso le economie emergenti e in via di sviluppo sono scesi da quasi 500 miliardi di dollari nel 2011 a 145 nel 2012 – pari allo 0,5 per cento del PIL dei paesi di destinazione, il valore più basso dal 1988 – a seguito della marcata contrazione della voce “altri investimenti” della bilancia dei pagamenti, che include i movimenti di capitali bancari (fig. 2.9). Gli investimenti diretti sono rimasti relativamente stabili, nonostante il ridimensionamento delle prospettive di crescita a medio termine di numerose economie emergenti. Gli investimenti di portafoglio hanno invece segnato un sensibile aumento, concentrato nella seconda metà dell'anno, nel contesto di riduzione dell'avversione al rischio e di volatilità assai contenuta sui mercati finanziari internazionali. La voce “altri investimenti”, infine, ha segnato deflussi netti per il quinto anno consecutivo registrando, anche a causa del consolidamento dei bilanci delle principali banche europee, una flessione per 466 miliardi di dollari (pari all'1,7 per cento del PIL), la più ampia dal 2008. Il calo è stato anche superiore a quello conseguente alle crisi finanziarie che alla fine degli anni novanta colpirono numerose economie emergenti (411 miliardi tra il 1997 e il 2002).

Figura 2.9

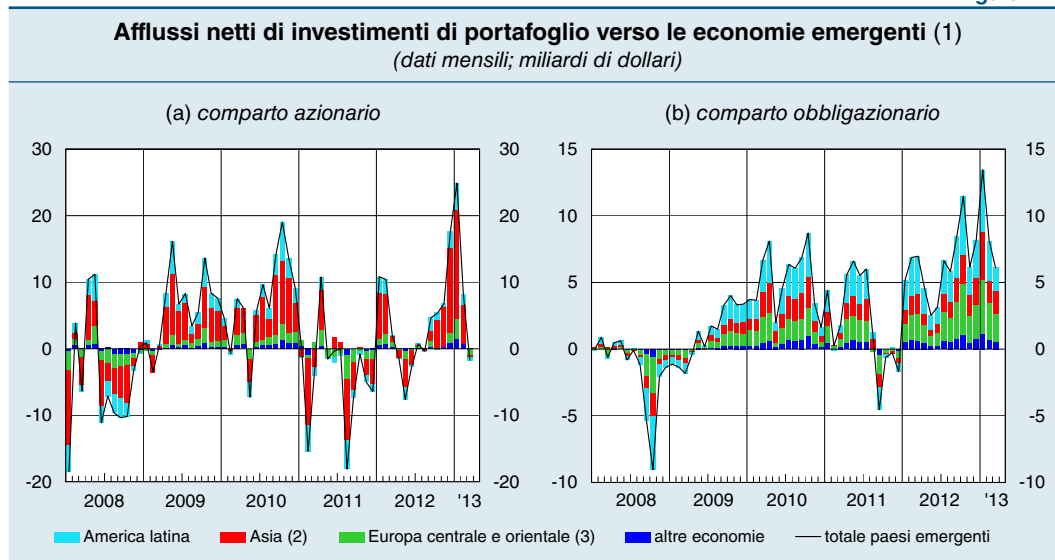


Fonte: elaborazioni su dati FMI.

(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) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. – (3) Scala di destra.

Secondo i dati pubblicati dalla EPFR Global (Emerging Portfolio Fund Research), società che raccoglie informazioni sull'attività di portafoglio dei principali fondi comuni internazionali specializzati nelle aree emergenti, gli investimenti verso queste economie avrebbero interessato in misura crescente il comparto obbligazionario, specie nei paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale (fig. 2.10). La quota rappresentata da titoli di debito nel portafoglio totale di questi fondi è salita dal 22 per cento alla fine del 2011 a oltre il 30 nel marzo del 2013.

Figura 2.10



Fonte: EPFR Global.

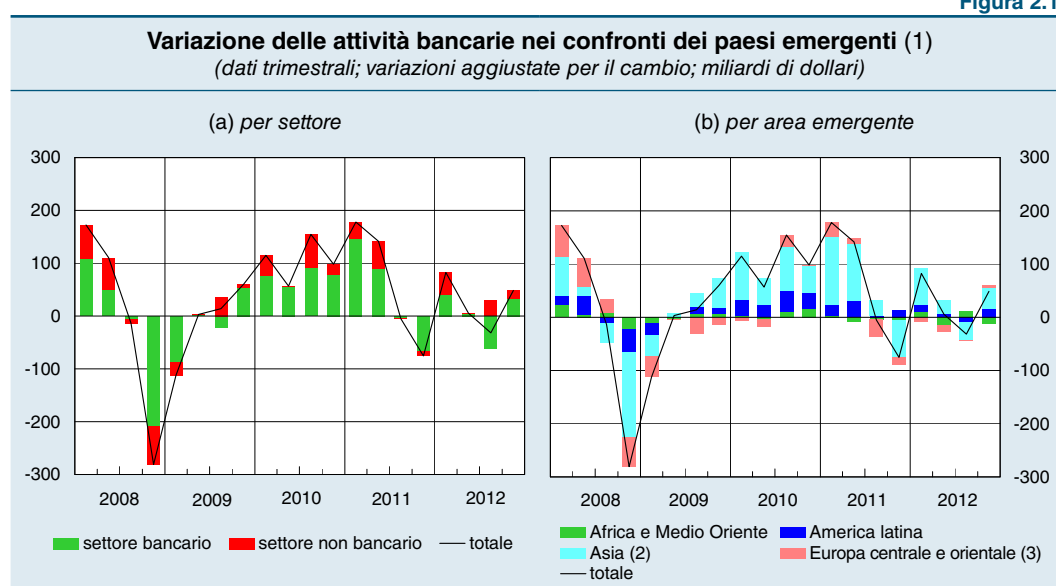
(1) Raccolta netta da parte dei principali fondi di investimento internazionali specializzati. – (2) Escluso il Giappone. – (3) Inclusa la Russia.

Approfitando della sostenuta domanda per titoli di debito a più alto rendimento, nella seconda metà del 2012 e nei primi mesi del 2013 i prenditori delle economie emergenti, in particolare quelli del settore privato, hanno attuato una notevole espansione delle nuove emissioni. Secondo i dati della

Banca dei regolamenti internazionali (BRI), alla fine del 2012 le emissioni obbligazionarie lorde collocate da società, finanziarie e non, residenti nelle economie emergenti e in via di sviluppo erano pari a circa 250 miliardi di dollari, in aumento del 36 per cento rispetto al 2011 e del 60 rispetto alla media del triennio precedente. All'interno di questa categoria è cresciuta la quota di emissioni denominate in valuta locale, il cui collocamento è stato agevolato dal calo dei rendimenti a livelli storicamente contenuti (5,4 per cento alla fine del 2012 per il complesso delle economie emergenti) e dalla ridotta volatilità dei tassi di cambio.

Nel 2012 le esposizioni transfrontaliere nei confronti delle aree emergenti detenute dalle banche internazionali dichiaranti alla BRI sono salite di appena 105 miliardi di dollari (0,4 per cento del PIL delle stesse aree), aumento inferiore a un terzo di quello medio del biennio precedente (330 miliardi). A fronte di un'ulteriore espansione degli impieghi verso i prenditori non bancari, i nuovi finanziamenti alle banche locali si sono pressoché azzerati (fig. 2.11). Vi ha contribuito il forte calo, iniziato intorno alla metà del 2011, delle attività internazionali delle banche dei paesi dell'area dell'euro in seguito agli effetti della crisi del debito sovrano sul costo della raccolta; ne hanno risentito principalmente gli impieghi verso le economie emergenti dell'Asia. L'esposizione complessiva delle banche internazionali dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi dell'Europa centrale e orientale è scesa di 15 miliardi di dollari (0,8 per cento del loro PIL annuo), anche per il marcato rallentamento della domanda interna e per l'aumento del peso dei crediti in sofferenza.

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.

Nel 2012 il finanziamento complessivo al settore privato nelle principali economie emergenti – che include il credito bancario domestico, i prestiti transfrontalieri e il ricorso ai mercati dei titoli del debito (domestico e internazionale) – ha mostrato un lieve rallentamento, con l'importante eccezione della Cina (fig. 2.12). Alla tendenza generale hanno concorso sia fattori esterni, quali il calo del credito bancario internazionale in seguito alle tensioni finanziarie dell'area dell'euro, sia fattori domestici, tra cui gli effetti ritardati dell'orientamento più restrittivo delle condizioni monetarie attuato in molti paesi emergenti nel 2011 per contrastare le spinte infla-

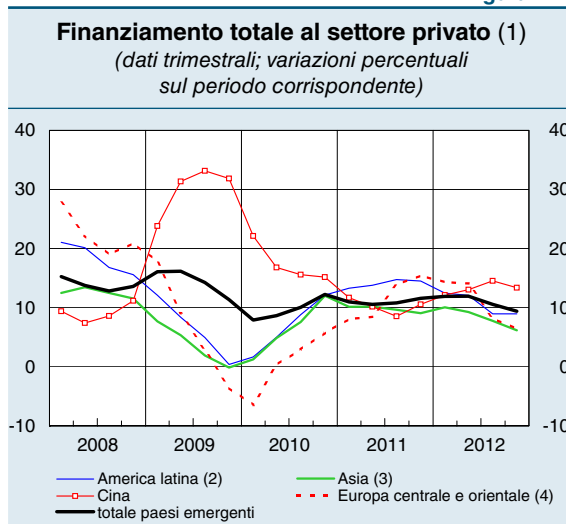
zionistiche. In Cina, al contrario, la lieve accelerazione ha riflesso sia il ruolo crescente delle forme di finanziamento alternative al credito bancario tradizionale, sia le misure espansive messe in atto dalle autorità nella seconda metà del 2012 per evitare un eccessivo rallentamento congiunturale (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*).

In ripresa già nel 2010 (2009 in Cina), il livello dell'indebitamento totale del settore privato in rapporto al PIL ha raggiunto nuovi massimi storici in numerose economie emergenti. Un elevato valore di questo rapporto può, in taluni casi, segnalare la presenza di elementi di vulnerabilità finanziaria, soprattutto se è ampio lo scostamento rispetto alla tendenza di lungo periodo (credit-to-GDP gap). Sulla base di evidenze econometriche, alla fine del 2012 tale scostamento sarebbe stato positivo e significativo in Thailandia, Hong Kong, Turchia, Malaysia e Singapore; in alcune di queste economie, inoltre, l'ampiezza del credit-to-GDP gap segnala un vero e proprio boom creditizio, che potrebbe innescare nuovi episodi di instabilità macroeconomica e finanziaria.

Le valute dei paesi emergenti con regime di cambio flessibile hanno mostrato ampie fluttuazioni nei confronti del dollaro nel 2012 (fig. 2.13). Dopo essersi deprezzate fino a giugno, hanno in seguito segnato un generalizzato rafforzamento, più marcato per il rublo russo e per le altre valute dei paesi dell'Europa centrale e orientale; in Asia si sono rafforzate maggiormente le valute di Corea del Sud, Singapore e Malaysia, mentre l'apprezzamento del renminbi cinese è stato contenuto. Per contro, il real brasiliano è rimasto su valori relativamente deprezzati, continuando a risentire della discesa dei tassi di interesse di riferimento e di ripetuti interventi della banca centrale sul mercato dei cambi volti a favorire la competitività delle esportazioni del paese.

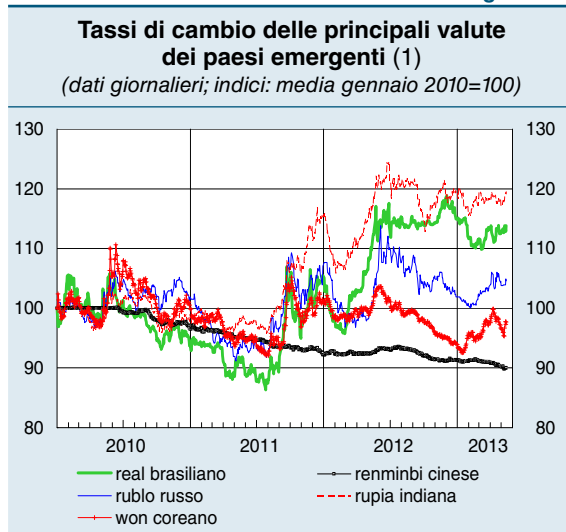
Nell'aprile del 2012 le autorità della Cina hanno annunciato l'ampliamento della banda di oscillazione giornaliera del renminbi, reintrodotta nel giugno del 2010. Il nuovo sistema consente variazioni giornaliere fino all'1,0 per cento (dal precedente 0,5) rispetto alla parità centrale definita in

Figura 2.12



Fonte: BRI e banche centrali nazionali.
(1) La media per area geografica è stata calcolata ponderando i tassi di crescita del finanziamento totale al settore privato in termini reali per ciascun paese con il PIL alla parità dei poteri d'acquisto. – (2) Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico. – (3) Corea, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Thailandia. – (4) Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Turchia, Ungheria.

Figura 2.13



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento.

dollari e fissata quotidianamente all'apertura dei mercati. Dopo questa riforma la variabilità giornaliera del cambio, tuttavia, non è aumentata significativamente. Nel complesso del 2012 il rafforzamento del renminbi rispetto al dollaro è stato modesto (attorno all'1 per cento); le aspettative di apprezzamento implicite nei contratti non-deliverable forward a dodici mesi, che avevano caratterizzato il biennio 2010-11, sono venute meno, presumibilmente in connessione con la revisione al ribasso delle prospettive di crescita di medio termine dell'economia (cfr. il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree).

Dal mese di ottobre, in corrispondenza con il nuovo orientamento più espansivo delle condizioni monetarie in Giappone, le principali valute asiatiche si sono fortemente apprezzate nei confronti dello yen, con variazioni tra il 26,7 per cento per il baht thailandese e il 22,0 per la rupia indonesiana.

3. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

Nel 2012 il commercio mondiale di beni e servizi è rallentato nettamente, crescendo di appena il 2,5 per cento (dal 6,0 nel 2011), un valore molto inferiore al ritmo di espansione di lungo periodo (circa il 6 per cento annuo nella media dell'ultimo ventennio). La moderazione degli scambi, in atto dalla primavera del 2011, è dipesa dalla contrazione della domanda nell'area dell'euro e dalla decelerazione dell'attività nelle principali economie emergenti. Anche nei primi mesi del 2013 si è delineato un andamento debole del commercio mondiale.

Dopo la netta ripresa registrata nello scorcio del passato decennio, nell'ultimo biennio il prezzo del petrolio ha mostrato un andamento volatile, rimanendo tuttavia su livelli storicamente elevati. Le quotazioni dei metalli, che avevano subito una forte flessione nella seconda metà del 2011, hanno successivamente segnato un andamento incerto, al pari del petrolio, riflettendo l'evoluzione della domanda globale. Nello stesso periodo i prezzi dei beni agricoli hanno registrato variazioni contenute, dovute prevalentemente all'andamento stagionale dell'offerta.

Nel 2012 l'indebolimento degli scambi globali di beni e l'arrestarsi della tendenza al rialzo dei corsi del greggio si sono tradotti in una riduzione degli avanzi delle partite correnti dei paesi produttori di petrolio e delle economie asiatiche esportatrici di manufatti. Il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente invariato, mentre la dinamica dei flussi commerciali ha favorito un netto ampliamento dell'avanzo corrente dell'area dell'euro.

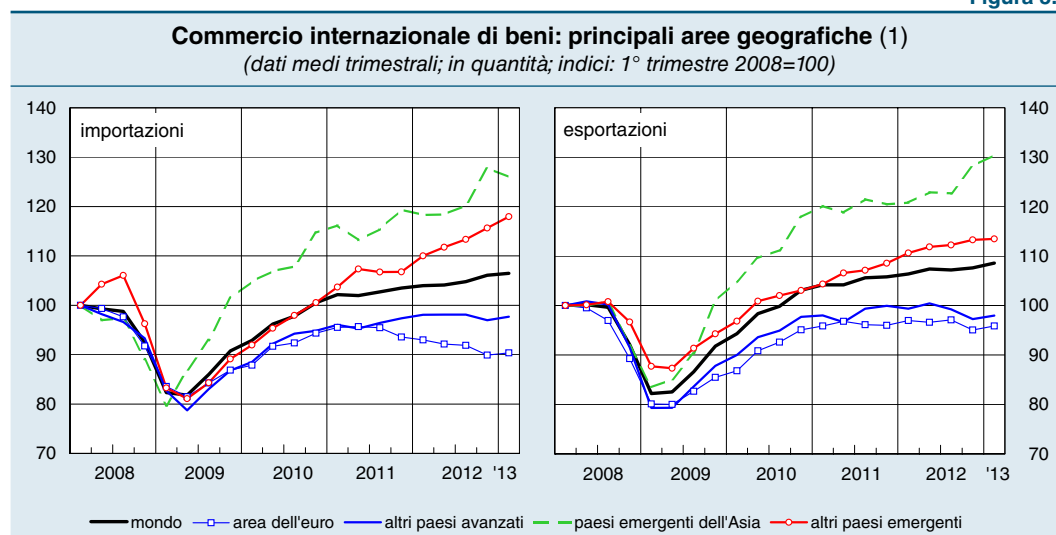
Il commercio internazionale e gli investimenti diretti

Il commercio internazionale. – Come già nell'anno precedente, nel 2012 il commercio internazionale è stato frenato dalla debole domanda dei paesi avanzati, le cui importazioni di beni sono aumentate nel complesso solo dello 0,6 per cento (5,0 nel 2011). Mentre nell'area dell'euro si è registrata una contrazione dei volumi degli acquisti dall'estero (-1,4 per cento nel 2012), negli Stati Uniti e in Giappone la crescita delle importazioni ha segnato un arresto solo nella seconda metà dell'anno (fig. 3.1). Le esportazioni delle principali economie avanzate, anch'esse rallentate (1,8 per cento, dal 5,9 nel 2011), hanno risentito nell'ultima parte dell'anno della netta flessione di quelle del Giappone.

Nella seconda metà del 2012 il Giappone ha registrato una forte riduzione dei volumi di esportazioni di beni (-11,0 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno), accompagnata da un lieve indebolimento delle importazioni (-1,1 per cento). Il calo ha riguardato tutte le principali controparti

geografiche, ma in modo particolare l'Europa, un mercato di sbocco molto rilevante per le esportazioni del paese (oltre il 18 per cento del totale). I flussi di beni dal Giappone verso l'area dell'euro – più di un terzo dei quali è rappresentato da beni capitali e autovetture, solitamente più sensibili all'evoluzione del ciclo economico – hanno mostrato una caduta più forte di quelli provenienti dagli altri principali esportatori asiatici (Cina, Corea del Sud, Taiwan). Alla netta flessione delle esportazioni giapponesi ha contribuito anche il calo delle vendite in Cina (principalmente quelle di beni durevoli), legato alle tensioni politiche nate dalla disputa sulle isole Senkaku-Diaoyu.

Figura 3.1



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
(1) Per il dato relativo al 2013, media dei primi due mesi.

Le esportazioni dell'insieme dei paesi emergenti sono cresciute a un ritmo assai inferiore rispetto al 2011 (4,2 per cento, da 6,3), in connessione non solo con la debolezza della domanda esterna proveniente dalle aree avanzate, ma anche con il rallentamento dell'attività in alcune grandi economie emergenti (Brasile, Cina e India; cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Entrambi i fattori hanno contribuito anche alla netta decelerazione delle importazioni di beni (cresciute del 4,6 per cento, dal 9,5 nel 2011), incluse quelle di beni intermedi scambiati nell'ambito delle filiere produttive internazionali. Nello scorcio del 2012 si è registrata una ripresa degli scambi tra le economie dell'Asia emergente.

Nell'ultimo decennio la quota di interscambio di beni tra i paesi dell'Asia orientale e sud-orientale (escluso il Giappone) è salita dal 41,5 al 51,7 per cento delle loro esportazioni complessive, indicando un livello di integrazione commerciale sempre più vicino a quello della UE (65,4 per cento). L'importanza dello sviluppo di filiere internazionali di produzione nel determinare questa tendenza è dimostrata dalla crescita del peso degli scambi di beni intermedi, salito a circa due terzi del commercio tra queste economie, e dalla rilevanza del valore aggiunto prodotto in altri paesi contenuto nelle loro esportazioni. Recenti stime dell'OCSE e dell'Organizzazione mondiale del commercio (World Trade Organization, WTO), hanno permesso una quantificazione di questo fenomeno: combinando le informazioni desunte dalle tavole input-output con i flussi commerciali bilaterali di un ampio numero di paesi, è stata fornita una stima dell'effettivo contributo di ciascuna economia alla catena del valore. Secondo questi calcoli, ad esempio, nel 2009 i beni esportati dalla Corea erano costituiti per quasi il 40 per cento da valore aggiunto prodotto in altri paesi (la quota corrispondente per la Cina era intorno al 30 per cento). Negli anni più recenti è cresciuto il ruolo dei mercati della regione, e in particolare della Cina, anche come destinazione finale dei beni. La domanda interna della Cina assorbiva già nel 2009 il 18,7 per cento del valore aggiunto esportato dalla Corea, una quota superiore a quella sia degli Stati Uniti (13,8) sia dell'Unione europea (14,6).

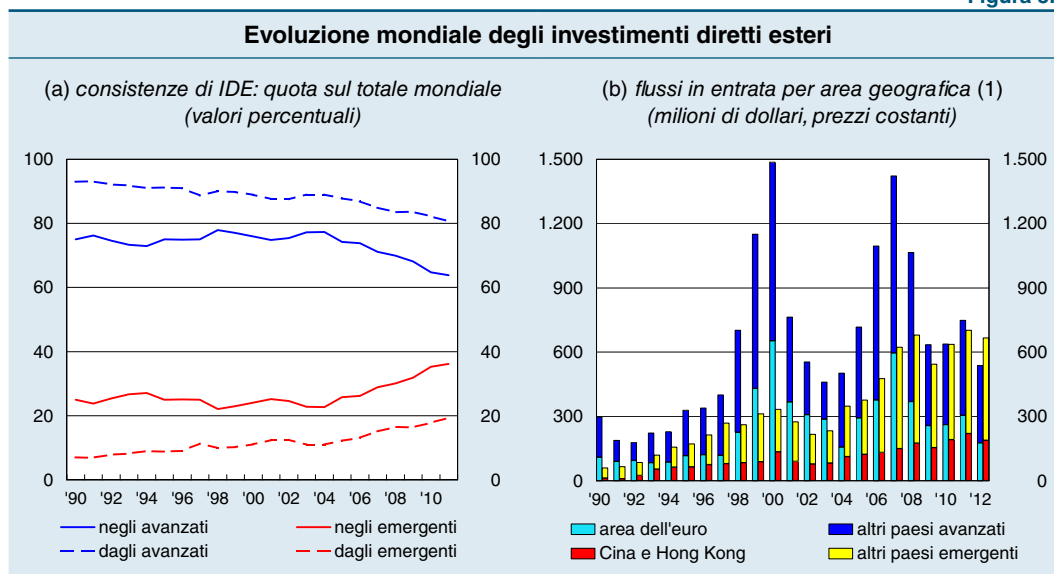
Indicazioni parziali prefigurano un andamento ancora debole del commercio mondiale nei primi mesi del 2013, come si desume dal rallentamento delle esportazioni e dal ristagno delle importazioni nell'area dell'euro. Secondo le più recenti stime del Fondo monetario internazionale (FMI), nel complesso del 2013 gli scambi mondiali di beni e servizi continuerebbero ad aumentare a un ritmo modesto (3,6 per cento).

Le iniziative di liberalizzazione. – Con lo stallo delle trattative multilaterali di liberalizzazione commerciale (Doha Round), acquistano rilevanza gli accordi regionali. Secondo i dati della WTO, dall'inizio degli anni novanta sono entrati in vigore circa 350 accordi commerciali bilaterali e regionali, di cui 12 lo scorso anno. Queste iniziative avevano riguardato inizialmente soprattutto i rapporti tra paesi avanzati ed emergenti, focalizzandosi sulla liberalizzazione commerciale (tra i più rilevanti il NAFTA e l'Euro-Mediterranean Partnership). Recentemente si stanno diffondendo accordi tra i paesi avanzati che non si limitano alla liberalizzazione degli scambi di beni, ma mirano a potenziare l'integrazione economica in ambiti più ampi. In questo contesto, lo scorso 13 febbraio il Presidente degli Stati Uniti e quelli del Consiglio europeo e della Commissione europea hanno annunciato l'avvio delle procedure per iniziare negoziati bilaterali volti a siglare una Transatlantic Trade and Investment Partnership.

L'iniziativa ha l'obiettivo di realizzare un'area di libero scambio dei flussi di beni e servizi e di quelli di investimento tra Stati Uniti e Unione europea. Oltre all'eliminazione delle tariffe commerciali esistenti – con l'eventuale eccezione di quelle in alcuni settori sensibili (come l'agricolo e il tessile) – si intende conseguire una maggiore integrazione tra i mercati attraverso la convergenza regolamentare tra le due aree. A tal fine, si persegue una riduzione delle molteplici barriere normative che, ancor più che sullo scambio di beni, incidono sulle esportazioni di servizi e sui flussi degli investimenti diretti. Secondo le stime della Commissione europea, l'accordo potrebbe determinare un aumento annuo del prodotto della UE dello 0,5 per cento. Sebbene non sia stata stabilita una scadenza formale, i negoziati dovrebbero concludersi entro la fine del 2015.

Gli investimenti diretti esteri. – I processi di internazionalizzazione dell'attività economica comportano sempre più spesso la presenza diretta delle imprese nei mercati esteri attraverso società controllate o collegate. Tra il 1990 e il 2011 le consistenze mondiali di investimenti diretti esteri (IDE), che rappresentano una misura di questo fenomeno, sono decuplicate, aumentando a un ritmo superiore a quello del commercio mondiale e arrivando a rappresentare il 30 per cento circa del PIL globale. Si stima che il commercio mondiale stesso si svolga per oltre un terzo tra imprese che appartengono a gruppi produttivi multinazionali.

Le consistenze mondiali di investimenti diretti dall'estero sono oggi localizzate per un terzo nelle economie emergenti (fig. 3.2.a); dal 1990 è più che triplicato il peso della Cina ed è notevolmente cresciuto quello del Brasile. Gli effetti della crisi finanziaria globale, relativamente più pesanti per le economie dei paesi avanzati, hanno accelerato la tendenza all'aumento del peso dei mercati emergenti sugli IDE mondiali. Nell'ultimo triennio la quota di questi ultimi sui flussi globali di IDE ha raggiunto il 50 per cento (fig. 3.2.b). Per effetto del rallentamento economico in atto, nel 2012 i flussi globali di IDE sarebbero tornati a diminuire, principalmente quelli verso i paesi avanzati (-28 per cento secondo le stime dell'UNCTAD), a fronte di una sostanziale tenuta di quelli verso le economie emergenti (-4,3).



Fonte: elaborazioni su dati UNCTAD.
(1) Per il dato relativo al 2012, stime preliminari.

La competitività di costo e la dimensione del mercato locale sono le principali determinanti della capacità dei paesi di attrarre investimenti produttivi dall'estero e spiegano in larga misura la crescita della quota di IDE destinati alle economie emergenti. Recenti analisi empiriche hanno, tuttavia, evidenziato il contributo di variabili quali la tutela fornita dal sistema legale e l'efficienza della burocrazia nei paesi di destinazione. In questo ambito, i dati raccolti dalla Banca Mondiale per l'indagine *Doing Business*, mostrano un avvicinamento delle economie emergenti a quelle a più alto reddito tra il 2005 e il 2012, pur con andamenti differenziati tra aree e paesi. Progressi particolarmente rilevanti si sono manifestati in alcune economie dell'Europa orientale (Polonia, Repubblica Ceca, Georgia) e dell'Asia (Cina e India), che figurano tra i principali ricettori di IDE negli anni recenti.

Gli indicatori Doing Business elaborati dalla Banca Mondiale sono tra gli strumenti più frequentemente utilizzati per valutare il contesto istituzionale in cui operano le imprese. Stime economiche, realizzate da ricercatori della Banca d'Italia su un ampio campione di economie avanzate ed emergenti, mostrano il contributo significativo delle variabili di Doing Business nello spiegare la ripartizione geografica dei flussi di IDE negli ultimi anni. Tenendo conto delle principali caratteristiche del paese di destinazione, un avvicinamento di circa un punto percentuale alla frontiera di massima efficienza dell'indicatore complessivo (pari mediamente a 4-5 posizioni nella graduatoria dei paesi), si associa a un aumento dei flussi di investimento di circa il 2 per cento. Particolarmente rilevanti sono le componenti relative all'avvio dell'attività di impresa, le misure concernenti l'effettiva tutela dei diritti (rule of law), specialmente quelli dei creditori e degli investitori di minoranza. Tra i singoli elementi che concorrono alla definizione dei subindicatori, i fattori non di costo – tipicamente tempi e numero di procedure necessari per svolgere le fattispecie indicate – sembrano essere quelli determinanti nell'influenzare gli investimenti esteri, anche restringendo il campione ai soli paesi avanzati o emergenti.

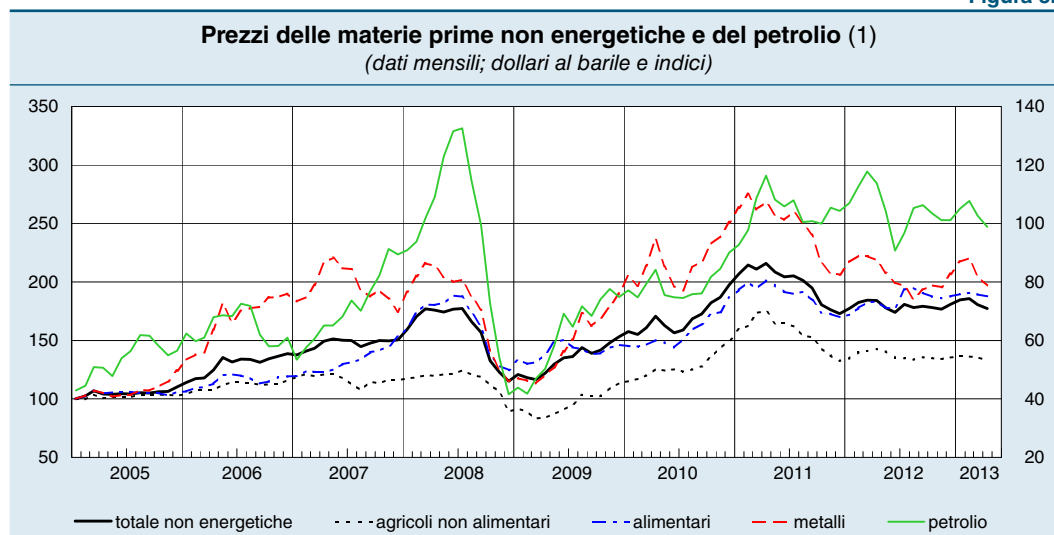
Seppur in misura meno pronunciata, il ruolo delle economie emergenti è cresciuto anche come fonte degli investimenti. La quota delle economie emergenti sulle consistenze di IDE mondiali in uscita è aumentata di circa dieci punti percentuali dal 1990, raggiungendo il 19,5 per cento nel 2011. L'incremento è dipeso in gran parte dai paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa), che nel 2012 dato origine a

quasi il 10 per cento dei flussi mondiali. I flussi di investimenti dai paesi BRICS sono in misura rilevante destinati alle economie avanzate (circa il 40 per cento) e a quelle emergenti più vicine (il 43 per cento), nelle quali vanno spesso a finanziare le filiere regionali della propria produzione manifatturiera. Le multinazionali dei BRICS, inoltre, sono sempre più presenti in Africa; la loro quota sulle consistenze di IDE in entrata ha raggiunto quasi il 15 per cento e sui flussi il 25; gli investimenti nel settore primario – specialmente nel comparto estrattivo – rappresentano una parte cospicua del totale (26 per cento circa).

I prezzi delle materie prime

Le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime nel corso del 2012 hanno risentito dell'accresciuta incertezza relativa al quadro economico globale. L'iniziale tendenza crescente si è interrotta in primavera e le quotazioni hanno preso a scendere – soprattutto per i prodotti energetici e i metalli industriali che risentono maggiormente del ciclo economico – riflettendo i rinnovati timori sul deterioramento delle prospettive di crescita in Europa e i segnali di rallentamento nelle economie emergenti, in particolare in Cina (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). I prezzi dei prodotti agricoli sono rimasti più stabili, nonostante le fluttuazioni dovute all'incidenza della variabilità climatica sui raccolti. Dopo aver toccato durante l'estate i valori minimi degli ultimi due anni, l'indice dei prezzi in dollari delle materie prime (energetiche e non) ha mostrato una modesta ripresa, chiudendo l'anno su livelli non discosti da quelli iniziali. Alla fine del 2012 si collocava su un livello del 13,1 per cento inferiore rispetto al picco dell'aprile 2011 (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).

Nel 2012 l'indebolimento della domanda proveniente dall'Europa e dai paesi emergenti dell'Asia ha colpito soprattutto i prezzi dei metalli industriali, rafforzando la flessione in atto dall'estate del 2011. Nello scorcio del 2012, tuttavia, i corsi si sono ripresi, grazie al recupero della domanda della Cina (da cui deriva il 40 per cento dei consumi globali).

Sebbene la siccità estiva abbia penalizzato i raccolti di cereali nella regione centro-settentrionale degli Stati Uniti, primo produttore mondiale, i livelli elevati delle scorte globali di prodotti agricoli e l'espansione della produzione in altri paesi hanno mantenuto le quotazioni stabili.

Dopo aver raggiunto nei primi mesi del 2012 il livello massimo degli ultimi quattro anni (119,2 dollari al barile), il prezzo del petrolio misurato in dollari ha ripiegato, fluttuando intorno a 105,1 dollari al barile, valore relativamente elevato nel confronto storico, ma in linea con la media dell'ultimo biennio.

Il differenziale tra i corsi del Brent (qualità di riferimento per Europa e Asia) e del WTI (di riferimento per il Nord America), apertosi dalla metà del 2010 in risposta a dinamiche divergenti di domanda e offerta sui diversi mercati regionali, è rimasto significativo (intorno ai 18 dollari nella media del 2012). Dopo aver toccato un minimo di circa 10 dollari all'inizio dell'estate, la distanza tra le due quotazioni si è ampliata nuovamente nello scorcio dell'anno, superando i 25 dollari per effetto della ripresa della domanda asiatica.

Per la prima volta negli ultimi sette anni, nel 2012 sul mercato petrolifero globale si è verificato un eccesso di offerta, attribuibile soprattutto all'aumento dell'attività di estrazione nei paesi OPEC e allo sfruttamento di fonti non convenzionali di idrocarburi negli Stati Uniti.

I progressi tecnologici dell'ultimo decennio hanno consentito l'adozione di nuove tecniche, comunemente definite non convenzionali, basate sulla frantumazione idraulica di formazioni rocciose, che permettono l'estrazione di gas (shale gas) e di idrocarburi liquidi dai quali è possibile ottenere petrolio greggio light tight oil (LTO). Negli Stati Uniti le tecniche non convenzionali hanno avuto un'applicazione su vasta scala che dal 2005 ha consentito di incrementare la produzione di shale gas e quella di LTO rispettivamente di circa dieci e sei volte.

Lo sfruttamento degli idrocarburi non convenzionali negli Stati Uniti è stato facilitato da una combinazione di fattori: la disponibilità di vasti giacimenti situati in aree non densamente urbanizzate, un assetto istituzionale nel quale la proprietà del suolo comporta anche la possibilità di sfruttare le risorse del sottosuolo e, fino al 2010, una sostanziale moratoria della normativa ambientale. L'insieme di questi fattori rende assai improbabile una replica dell'esperienza statunitense in altre aree geografiche del mondo.

Secondo le proiezioni dell'Agenzia internazionale per l'energia (International Energy Agency, IEA), la produzione statunitense di LTO, che nel 2012 ha rappresentato il 2,3 per cento dell'offerta mondiale di greggio, dovrebbe stabilizzarsi sui livelli attuali nel prossimo quinquennio. Similmente, la produzione di shale gas, pari al 6 per cento di quella mondiale di gas naturale nel 2012, dovrebbe crescere a ritmi contenuti. Tali proiezioni risentono tuttavia della maggior incertezza che caratterizza la produzione di idrocarburi non convenzionali rispetto a quelli convenzionali, a causa delle superiori difficoltà tecniche di estrazione e della non agevole valutazione delle riserve esistenti.

L'incremento dell'offerta di petrolio nel 2012 (2,5 milioni di barili al giorno rispetto all'anno precedente; tav. 3.1) è attribuibile principalmente all'aumento delle forniture provenienti dall'Arabia Saudita, dall'Iraq e dalla Libia: le maggiori esportazioni saudite hanno sostanzialmente compensato il calo di quelle dall'Iran, attraverso la riduzione dei margini inutilizzati di capacità produttiva. L'espansione della produzione da fonti non convenzionali, equivalente a quasi un milione di barili aggiuntivi al giorno, ha notevolmente accresciuto il contributo degli Stati Uniti all'offerta mondiale, facendone il maggiore paese produttore (con 9,2 milioni di barili al giorno) dopo l'Arabia Saudita. La produzione dei paesi non OPEC, al netto degli Stati Uniti, è lievemente diminuita, per il calo delle forniture dalla Norvegia, dal Regno Unito e dalla Siria.

La domanda mondiale di greggio nel 2012 si è ampliata in misura modesta: l'aumento, dell'1,0 per cento rispetto al 2011 (0,7 nell'anno precedente; tav. 3.1), è risultato pressoché dimezzato rispetto alla media del quinquennio pre-crisi, ed è derivato esclusivamente da quello dei paesi emergenti, in concomitanza con l'incremento della loro capacità di raffinazione. Ne è derivata un'espansione delle scorte globali di greggio equivalente a circa un milione di barili al giorno.

L'entrata in funzione, alla fine dello scorso maggio, dell'oleodotto Seaway da Cushing (Oklahoma) a Freeport (Texas), che avrebbe dovuto aiutare lo smaltimento delle scorte di greggio statunitense accumulate nella parte centrale del paese, ha avuto inizialmente un impatto limitato per difficoltà di natura tecnica.

Tavola 3.1

Domanda e offerta di petrolio (1)						
VOCI	Milioni di barili al giorno				Variazione percentuale (2)	
	2007	2009	2011	2012	2011	2012
Domanda						
Mondo	87,1	85,6	88,9	89,8	0,7	1,0
OCSE	49,3	46,3	46,5	45,9	-0,9	-1,3
non OCSE	37,8	39,1	42,4	43,9	2,4	3,5
di cui: Cina	7,6	8,0	9,2	9,6	4,5	4,3
Offerta						
Mondo	85,7	85,5	88,6	91,1	1,5	2,8
OPEC	35,0	34,0	35,8	37,6	3,5	5,0
di cui: Arabia Saudita	8,5	7,9	9,0	9,5	1,1	5,6
non OPEC	50,7	51,5	52,8	53,4	0,2	1,1
di cui: Stati Uniti	7,0	7,4	8,1	9,2	4,2	13,6

Fonte: IEA, *Oil Market Report*, maggio 2013.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Variazioni sull'anno precedente.

In Asia, all'espansione dei consumi di greggio nei paesi emergenti, in primo luogo in Cina, si è aggiunta quella del Giappone.

Dai primi anni del secolo in Cina il consumo di petrolio greggio è aumentato di oltre il 90 per cento, arrivando a rappresentare circa il 10 per cento della domanda globale, inferiore solo a quello degli Stati Uniti (21 per cento). In base alle più recenti stime della IEA, circa metà dell'incremento annuale della domanda globale di greggio previsto per il 2013 deriverà dalla Cina, accrescendone ulteriormente la quota sui consumi globali.

In netta controtendenza rispetto all'ultimo decennio, la domanda di greggio proveniente dal Giappone è cresciuta di circa il 6 per cento nel 2012, a causa della necessità di sopperire alla chiusura degli impianti nucleari (con cui il Giappone faceva fronte al 13 per cento circa dei consumi annuali di energia), conseguente al disastro di Fukushima del marzo del 2011.

Analogamente al 2011, anche nel 2012 le quotazioni del gas naturale hanno segnato andamenti differenziati tra mercati. Negli Stati Uniti, in media d'anno, il prezzo è nettamente calato rispetto al 2011, risentendo dell'espansione dell'offerta legata allo sfruttamento delle fonti non convenzionali. In Europa, dove il mercato è meno competitivo, il prezzo è invece aumentato di circa il 10 per cento.

Depresse dall'incertezza sulla tenuta della ripresa globale, e in particolare sull'intensità dell'espansione della domanda in Cina, alla metà di aprile del 2013 le quotazioni del Brent sono scese sotto i 100 dollari al barile, quelle del WTI sotto i 90. Anche i prezzi dei metalli sono diminuiti, del 9 per cento rispetto all'inizio dell'anno, così come i corsi dei prodotti agricoli (5 per cento), in risposta ad attese di un favorevole andamento dell'offerta.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti

La debole crescita dell'economia globale e l'arrestarsi della tendenza al rialzo dei corsi del greggio hanno favorito nel 2012 una significativa riduzione dell'avanzo corrente dei principali paesi produttori di petrolio e dei paesi asiatici esportatori di manufatti. In numerosi Stati dell'area dell'euro, il riequilibrio dei conti pubblici ha depresso la domanda interna, contribuendo a determinare un netto aumento dell'avanzo di parte corrente per l'area nel suo complesso.

Nel 2012 il disavanzo corrente degli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente invariato sul livello dell'ultimo biennio, attorno al 3 per cento del PIL (tav. 3.2). Anche il saldo commerciale si è mantenuto stabile, poiché la flessione delle importazioni nette di prodotti petroliferi ha compensato il maggior disavanzo nell'interscambio degli altri beni.

L'avvio nel 2006 della produzione su larga scala di idrocarburi non convenzionali ha progressivamente contribuito a ridurre a poco più del 50 per cento la quota del fabbisogno di greggio degli Stati Uniti coperta da importazioni (dal 75 per cento nel 2006, valutata a prezzi correnti). Nel contempo il deficit petrolifero valutato a prezzi costanti si è ridotto del 14 per cento, grazie alla crescita della produzione interna e al calo della domanda di greggio (600.000 barili nello stesso periodo) per fattori legati al ciclo economico e per una maggiore efficienza energetica.

Analizzando la composizione geografica dei saldi bilaterali, si osserva una diminuzione del deficit nei confronti degli esportatori di petrolio, sceso a 291 miliardi di dollari, 35 in meno rispetto al 2011. A fronte di questo miglioramento, sono aumentati i disavanzi nei confronti di Cina, Giappone e area dell'euro.

Il disavanzo degli Stati Uniti nei confronti della Cina ha superato i 300 miliardi di dollari e rappresenta oltre la metà di quello complessivo. Sarebbe tuttavia errato attribuire per intero all'economia cinese questo saldo negativo; la presenza di beni intermedi forniti da paesi terzi, ma incorporati nelle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti, distorce questa misura dei rapporti commerciali bilaterali. Sulla base delle stime fornite dall'OCSE e dalla WTO, che isolano il contributo di ciascun paese al valore delle importazioni statunitensi, il deficit bilaterale si ridurrebbe del 25 per cento circa rispetto a quello lordo, a fronte di un aumento di quelli verso Giappone, Corea del Sud e Germania, fornitori di componenti per la produzione cinese.

Il finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti è avvenuto mediante un rafforzamento degli afflussi netti di portafoglio dagli investitori stranieri (in particolare, degli acquisti di titoli da parte di autorità ufficiali straniere) e un rimpatrio di liquidità da parte di investitori residenti. Gli investimenti diretti dall'estero si sono invece indeboliti e, per la prima volta dal 2009, si è registrata una riduzione dei fondi detenuti da soggetti stranieri presso banche e società finanziarie statunitensi. A fronte di investimenti totali dall'estero per 385 miliardi, i residenti americani nel 2012 hanno sostanzialmente azzerato i deflussi per acquisizione di attività finanziarie all'estero ed effettuato un rimpatrio di capitali bancari più ampio che in passato.

Tavola 3.2

Bilancio dei pagamenti correnti e flussi di riserve valutarie (miliardi di dollari e valori percentuali)									
PAESI E AREE	Saldi correnti (1)						Riserve valutarie		
	2010		2011		2012		2010	2011	2012
	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Valore	Valore
Stati Uniti	-442,0	-3,0	-465,9	-3,1	-475,0	-3,0	1,7	15,5	2,2
Area dell'euro (2)	-2,0	..	16,1	0,1	156,7	1,3	17,4	16,5	15,8
Giappone	204,0	3,7	119,3	2,0	59,0	1,0	39,3	196,7	-31,0
Regno Unito	-57,6	-2,5	-32,8	-1,3	-85,5	-3,5	12,6	10,9	9,3
Canada	-58,4	-3,6	-52,8	-3,0	-67,0	-3,7	2,8	8,7	2,7
America latina	-60,7	-1,2	-75,5	-1,3	-99,5	-1,7	85,5	105,6	57,8
Brasile	-47,3	-2,2	-52,5	-2,1	-54,2	-2,3	49,7	63,3	19,2
Asia	380,5	3,5	330,9	2,6	275,8	2,0	653,7	430,0	238,2
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	143,7	7,5	145,5	6,9	150,2	6,9	106,2	45,0	90,1
Corea del Sud	29,4	2,9	26,1	2,3	43,1	3,7	21,6	12,8	19,0
Hong Kong	12,4	5,4	12,9	5,2	6,1	2,3	12,9	16,6	32,0
Singapore	62,0	26,8	65,3	24,6	51,4	18,6	37,9	12,0	21,6
Taiwan	39,9	9,3	41,2	8,9	49,6	10,5	33,8	3,5	17,6
ASEAN-4	51,4	3,5	46,4	2,7	5,1	0,3	87,4	52,3	20,4
Filippine	8,9	4,5	7,1	3,2	7,2	2,9	16,6	11,9	6,2
Indonesia	5,1	0,7	1,7	0,2	-24,2	-2,8	29,3	13,6	2,3
Malaysia	27,3	11,1	31,7	11,0	19,4	6,4	9,5	26,9	6,0
Thailandia	10,0	3,1	5,9	1,7	2,7	0,7	32,0	-0,1	5,9
Cina	237,6	4,0	201,7	2,8	213,7	2,6	450,0	336,7	128,3
India	-52,2	-3,2	-62,8	-3,4	-93,3	-5,1	10,1	-4,0	-0,7
Europa centrale e orientale	-82,9	-4,7	-119,5	-6,3	-79,3	-4,3	22,0	7,3	30,9
Paesi esportatori di petrolio	351,9	6,3	618,1	9,4	605,1	8,6	113,4	161,1	234,0
OPEC (3)	233,7	8,9	466,2	15,6	461,9	13,8	61,9	130,4	182,5
Algeria	12,1	7,5	19,8	10,0	12,3	5,9	13,6	20,2	8,5
Angola	6,7	8,1	13,1	12,6	11,3	9,6	6,1	6,7	4,5
Arabia Saudita	66,8	12,7	158,5	23,7	177,2	24,4	35,0	96,0	115,8
Ecuador	-1,6	-2,6	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,4	0,2	-0,6
Emirati Arabi Uniti	9,1	3,2	33,3	9,7	29,4	8,2	6,7	4,5	9,8
Iran	27,3	6,5	59,4	12,0	26,8	4,9	..	0,2	-0,1
Iraq	4,1	3,0	22,5	12,5	14,9	7,0	6,2	10,4	2,2
Kuwait	38,3	31,9	70,8	44,0	78,1	45,0	1,0	4,6	3,1
Libia	14,6	19,5	3,2	9,1	29,4	35,9	0,9	5,2	11,8
Nigeria	13,4	5,9	8,8	3,6	17,7	6,6	-9,8	0,3	11,2
Qatar	34,1	26,8	52,6	30,4	54,2	29,5	12,3	-14,4	16,3
Venezuela	8,8	2,2	24,4	7,7	11,0	2,9	-8,6	-3,2	..
Messico	-1,9	-0,2	-9,7	-0,8	-9,2	-0,8	20,7	23,7	16,4
Norvegia	50,2	11,9	62,7	12,8	71,2	14,2	3,9	-3,4	2,5
Russia	70,0	4,6	98,8	5,2	81,3	4,0	26,9	10,4	32,6

Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) A causa di errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche internazionali, il saldo corrente mondiale della bilancia dei pagamenti, anziché essere nullo, è diventato positivo (secondo stime dell'FMI è stato pari a 326 miliardi di dollari nel 2010, a 409,5 miliardi di dollari nel 2011 e a 336,3 miliardi di dollari nel 2012). – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (3) I flussi di riserve relativi all'Iraq e alla Libia si riferiscono a novembre del 2012, ultimo dato disponibile. Quelli relativi all'Iran includono l'oro.

Il rafforzamento, nel 2012, degli acquisti di titoli di portafoglio emessi dagli Stati Uniti da parte degli investitori esteri (circa 550 miliardi di dollari, in linea con il valore medio dell'ultimo quinquennio) ha interessato sia il comparto azionario sia quello obbligazionario (tav. 3.3).

Tavola 3.3

Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi netti di capitali di non residenti (1) (miliardi di dollari)					
VOCI	2008	2009	2010	2011	2012
Totale	431,4	314,4	1308,3	1001,0	384,9
<i>Per tipo di flusso</i>					
Investimenti diretti	310,1	150,4	205,8	234,0	174,7
Investimenti di portafoglio	237,3	484,9	871,1	419,2	551,2
di cui: <i>azioni</i>	126,8	219,3	177,6	27,4	98,5
<i>titoli di debito</i>	110,5	265,6	693,5	391,9	452,7
Altri investimenti	-116,0	-321,0	231,3	347,8	-341,0
<i>Per tipo di investitore estero</i>					
Investitori privati	-123,2	-165,9	910,1	789,2	11,3
Autorità ufficiali estere	554,6	480,3	398,2	211,8	373,6
<i>Per memoria:</i>					
Saldo del conto delle partite correnti	-677,1	-381,9	-442,0	-465,9	-475,0
Saldo del conto capitale	6,0	-0,1	-0,2	-1,2	6,4
Saldo del conto finanziario (2)	730,6	236,3	382,9	556,3	399,7
Investimenti diretti	-19,0	-139,0	-122,0	-185,3	-176,8
Investimenti di portafoglio	434,6	254,5	732,1	272,4	498,7
Altri investimenti	352,7	128,2	-239,4	446,1	85,4
Transazioni in strumenti derivati	-32,9	44,8	14,1	39,0	-3,1
Variazione delle riserve	-4,8	-52,3	-1,8	-15,9	-4,5
Errori e omissioni	-59,4	145,7	59,2	-89,2	68,8

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

Secondo i dati diffusi mensilmente dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, nel 2012 il recupero degli acquisti netti dall'estero di titoli azionari e di obbligazioni societarie si è concentrato nella seconda metà dell'anno, in connessione con la discesa dei premi per il rischio sui mercati internazionali e con la riduzione delle tensioni legate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Sulla concomitante riduzione dei volumi degli acquisti di titoli del Tesoro, in particolare a lungo termine, da parte del settore estero, potrebbero avere inciso negativamente anche le incertezze sulla politica federale di bilancio (cfr. il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree): nel secondo semestre del 2012 la quota degli acquisti esteri di titoli del Tesoro a lungo termine sul totale di quelli effettuati da parte di investitori privati nei comparti a lunga scadenza si è ridotta a circa il 30 per cento (dal 90 nel primo semestre dell'anno).

La posizione debitoria netta degli Stati Uniti sull'estero, che alla fine del 2011 era pari al 32 per cento del PIL, si sarebbe leggermente deteriorata nel 2012, principalmente per la perdita di valore delle attività sull'estero in strumenti derivati e per l'apprezzamento del portafoglio azionario detenuto da soggetti non residenti.

Nel 2012 l'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio è diminuito a 605 miliardi di dollari, pari all'8,6 per cento del PIL (9,4 nel 2011; tav. 3.2). La flessio-

ne è riconducibile soprattutto al calo dell'avanzo dell'Iran e del Venezuela, parzialmente compensato dall'aumento di quello dell'Arabia Saudita e della Libia.

Nei principali paesi produttori di greggio, la decelerazione dei ricavi connessi con l'esportazione di prodotti energetici non si è tradotta in un equivalente ridimensionamento della dinamica delle importazioni di beni, che hanno continuato a crescere di oltre il 15 per cento in media sull'anno precedente. Il rapporto tra la variazione assoluta delle importazioni totali di beni e quella degli introiti petroliferi (definito respending) è risultato in aumento, soprattutto per gli Emirati Arabi Uniti, l'Iraq e la Russia, mentre è rimasto stabile al 30 per cento circa per l'Arabia Saudita.

Il rallentamento degli scambi globali ha inciso negativamente sull'avanzo delle partite correnti delle economie dell'Asia esportatrici di manufatti. In Giappone l'attivo è sceso da 120 a 59 miliardi di dollari (circa l'1 per cento del PIL), soprattutto per il crollo delle esportazioni nell'ultima parte dell'anno.

In Cina l'avanzo di parte corrente, appena superiore in termini nominali a quello del 2011, è sceso al 2,6 per cento in rapporto al PIL, nuovo minimo dal 2008. L'avanzo commerciale è salito a 323 miliardi di dollari, da 243 nel 2011, portandosi al 3,9 per cento del PIL (valore comunque dimezzato rispetto ai livelli precedenti la crisi); sia le esportazioni sia le importazioni di beni, in particolare quelle di materie prime, hanno subito un forte rallentamento rispetto all'anno precedente.

Nel 2012 l'accumulazione globale di riserve valutarie si è attenuata rispetto all'ultimo triennio: le consistenze (che riflettono anche gli effetti delle variazioni di cambio per le componenti in valute diverse dal dollaro) sono complessivamente salite di circa 560 miliardi di dollari rispetto all'anno precedente, a fronte di circa 1.000 nel 2011. La decelerazione è attribuibile quasi interamente all'Asia: in Giappone, dopo l'eccezionale accumulo segnato nel 2011, lo scorso anno le consistenze si sono ridotte di circa 30 miliardi, mentre in Cina, primo detentore mondiale con oltre 3.300 miliardi (pari al 40 per cento del PIL), le riserve sono cresciute di circa 128 miliardi, assai meno che nel triennio precedente.

Per la prima volta dalla crisi finanziaria asiatica del biennio 1997-98, tra la fine del 2011 e la prima metà del 2012 le riserve valutarie della Cina hanno fatto registrare due trimestri di calo, riflettendo la contrazione dell'avanzo commerciale e l'attenuazione degli afflussi di capitali dall'estero, connessi con le preoccupazioni di rallentamento dell'economia cinese.

Le riserve valutarie detenute dai principali paesi esportatori di petrolio (oltre 1.800 miliardi di dollari) hanno continuato a crescere a un ritmo di poco superiore a quello del 2011; l'accumulo maggiore si è avuto in Arabia Saudita, Qatar e Russia.

4. LA COOPERAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE

Nel 2012 è proseguito lo sforzo della comunità internazionale per contenere gli effetti della crisi globale e rilanciare una crescita forte, equilibrata e sostenibile. Il Fondo monetario internazionale (FMI) ha approvato nuovi programmi di assistenza finanziaria ai paesi membri, alcuni dei quali in collaborazione con le autorità europee; la capacità finanziaria del Fondo è stata rafforzata con nuovi prestiti bilaterali da parte di alcuni paesi membri.

Il G20 si è impegnato a completare l'esercizio di coordinamento delle politiche economiche (Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth) e ha continuato a guidare l'azione di riforma della regolamentazione finanziaria affidata al Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB).

Con riferimento agli impegni per lo sviluppo, il G20 ha stabilito di dare priorità agli investimenti in infrastrutture, alla sicurezza alimentare e alla sostenibilità ambientale. Come già negli anni precedenti, gli aiuti ufficiali hanno risentito della difficile situazione congiunturale e del clima di austerità nei paesi donatori. La comunità internazionale è impegnata nella definizione di un nuovo quadro di riferimento condiviso per la riduzione della povertà, che sostituisca gli Obiettivi di sviluppo del millennio dopo la scadenza del 2015. La Banca Mondiale si è proposta di eliminare la povertà estrema entro il 2030.

Il Fondo monetario internazionale: il sostegno ai paesi membri e le riforme in atto

Risorse dell'FMI e prestiti ai paesi membri. – Nel 2012 e nei primi mesi del 2013, il Fondo ha approvato sette nuovi programmi di assistenza finanziaria per un totale di 27,2 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), per la quasi totalità relativi al programma di sostegno alla Grecia. A queste risorse si affiancano i 73 miliardi circa impegnati in programmi di tipo precauzionale. In particolare, il Fondo ha accordato una Precautionary and Liquidity Line (PLL) al Marocco per circa 4 miliardi di DSP; ha inoltre rinnovato la Flexible Credit Line (FCL) del Messico per un ammontare di circa 47 miliardi di DSP e, nello scorso gennaio, quella della Polonia (22 miliardi). Tali rinnovi estendono la durata dei rispettivi programmi di due anni.

Nel marzo 2012 la Grecia ha sottoscritto una Extended Fund Facility (EFF) della durata di quattro anni per circa 23,8 miliardi di DSP (28 miliardi di euro); queste risorse sono state accordate contestualmente a un piano di sostegno di pari durata approvato dalle autorità europee per oltre 144 miliardi di euro (cfr. il capitolo 6: Le politiche di bilancio). Il Fondo ha altresì approvato quattro nuovi Stand-by Arrangement, a favore della Giordania (per un importo pari a circa 1,4 miliardi di DSP), della Bosnia-Erzegovina (338 milioni), della Georgia (125 milioni) e del Kosovo (91 milioni). A maggio del 2013 una nuova EFF è stata accordata anche alla Giamaica per un importo pari a 615 milioni di DSP.

A metà maggio di quest'anno l'FMI e le autorità europee hanno accordato a Cipro un finanziamento complessivo di circa 10 miliardi di euro (attorno ai 13 miliardi di dollari); di questi, circa un miliardo di euro (891 milioni di DSP pari a circa 5,6 volte la quota di partecipazione del paese nell'istituzione) sono stati messi a disposizione dal Fondo monetario con una EFF di durata triennale (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

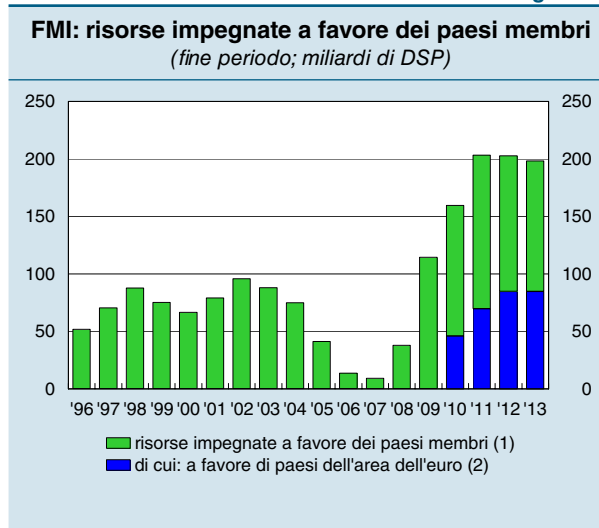
Alla fine di aprile 2013 lo stock di credito erogato dall'FMI si è attestato intorno a 90 miliardi di DSP, un livello pressoché invariato dal 2011. Alla stessa data la consistenza di risorse finanziarie complessivamente impegnate dal Fondo per l'assistenza ai paesi membri, incluse quelle non ancora erogate, era pari a quasi 200 miliardi di DSP, di cui circa il 40 per cento a favore di paesi dell'area dell'euro (fig. 4.1).

Le risorse finanziarie dell'FMI provengono di norma dalle quote di partecipazione sottoscritte dai paesi membri, il cui ammontare totale e le cui dimensioni relative vengono periodicamente rivisti. Il Fondo può tuttavia contare anche su fonti di finanziamento addizionali e di natura temporanea. In particolare, nello scorso aprile è stata rinnovata l'attivazione dei New Arrangements to Borrow (NAB) per un importo pari a circa 370 miliardi di DSP (560 miliardi di dollari). Queste risorse concorrono alla determinazione della *forward commitment capacity* (FCC) del Fondo, ossia l'ammontare effettivo di nuovi finanziamenti erogabili nei successivi 12 mesi, che in aprile era pari a 264 miliardi di DSP (400 miliardi di dollari). Inoltre, a fronte del peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie nell'area dell'euro, lo scorso anno diversi paesi membri si erano impegnati a potenziare le risorse dell'FMI attraverso nuovi prestiti bilaterali, per un ammontare complessivo di 300 miliardi di DSP (456 miliardi di dollari), di cui circa 260 miliardi sono già stati resi disponibili. Tali risorse rappresentano una seconda linea di difesa, poiché sarebbero attivate solo nel caso in cui la FCC dovesse scendere sotto i 100 miliardi di DSP.

I più rilevanti impegni a contribuire attraverso prestiti bilaterali provengono da paesi dell'area dell'euro (200 miliardi di dollari), dal Giappone (60 miliardi), da Brasile, Russia, India e Cina (i cosiddetti BRIC, per 60), dall'Arabia Saudita (15), dalla Corea del Sud (15), dal Regno Unito (15) e da Messico, Svezia e Svizzera (10 miliardi ciascuno). L'Italia ha sottoscritto il proprio impegno nel corso degli incontri annuali del Fondo a Tokyo nell'ottobre dello scorso anno, per un importo pari a circa 30 miliardi di dollari (23,5 miliardi di euro). Stati Uniti e Canada non hanno partecipato.

Quote e governance dell'FMI. – Nel 2010, nell'ambito della quattordicesima revisione generale delle quote di capitale del Fondo monetario, il Consiglio di amministrazione dell'FMI aveva approvato un ambizioso pacchetto di riforme, tra cui il rad-

Figura 4.1



Fonte: FMI.

(1) Includono sia i crediti erogati sia le risorse impegnate ma non ancora erogate, anche attraverso sportelli puramente precauzionali, come la FCL e la PLL. Per il 2013 si riporta il dato al 15 maggio. – (2) Risorse erogate a Cipro, Grecia, Irlanda e Portogallo. Per il 2013 si riporta il dato al 15 maggio.

doppio delle quote e alcune rilevanti modifiche negli assetti di governo dell'istituzione (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2010). In particolare, all'aumento delle quote avrebbe dovuto corrispondere un'equivalente riduzione delle risorse dei NAB (attualmente pari a circa tre volte l'ammontare delle quote stesse), riportando così il peso relativo delle quote in linea con l'esperienza passata e riaffermandone il ruolo di primaria fonte di finanziamento dell'FMI. Inoltre, si era deciso di revocare il diritto dei cinque paesi più grandi a nominare direttamente il proprio rappresentante in seno al Consiglio di amministrazione del Fondo, prevedendone l'elezione come previsto per gli altri paesi. Nessuna di queste riforme è ancora entrata in vigore a causa del mancato raggiungimento delle necessarie soglie di maggioranza; in particolare è tuttora assente la ratifica da parte degli Stati Uniti, la cui quota di partecipazione (17,69 per cento) è tale da garantire, di fatto, un potere di veto.

Tra le riforme degli assetti di governo dell'FMI decise nel 2010 vi era l'impegno dei paesi avanzati europei a rinunciare a due seggi nel Consiglio di amministrazione, trasferendoli ai paesi emergenti. Finora la rinuncia è arrivata a 1,64 seggi, grazie all'unione dei due raggruppamenti di paesi (constituencies) in precedenza guidati da Belgio e Paesi Bassi, alla decisione di Svizzera e Polonia di alternarsi alla guida del proprio seggio e al nuovo schema di rotazione nella constituency dei paesi europei nordici e baltici.

Sempre nel 2010 il Consiglio dei governatori dell'FMI aveva affidato al Consiglio di amministrazione il compito di rivedere, entro il gennaio del 2013, la formula utilizzata per il calcolo dei valori di riferimento da considerare nelle periodiche revisioni delle quote; aveva inoltre chiesto, su impulso del G20, di anticipare al gennaio del 2014 la quindicesima revisione generale delle quote. Lo scorso gennaio si è preso formalmente atto dell'impossibilità di raggiungere un accordo su possibili modifiche della formula, decidendo di proseguire la discussione nell'ambito della quindicesima revisione generale delle quote.

L'attuale formula è composta da quattro variabili: il PIL (con un peso del 50 per cento, valutato per tre quinti ai tassi di cambio di mercato e per la parte restante alle parità dei poteri d'acquisto), l'apertura commerciale (con peso pari al 30 per cento, misurata dalla somma dei crediti e dei debiti di parte corrente), la variabilità degli introiti di parte corrente e dei movimenti di capitale a breve (15 per cento) e lo stock di riserve ufficiali (5 per cento). La somma di queste variabili è elevata a un esponente pari a 0,95 (il cosiddetto fattore di compressione) e gli importi sono riproporzionati al totale per ottenere le quote relative dei vari paesi. Nel corso delle ultime discussioni è emerso un consenso (ancora preliminare) a mantenere il PIL come variabile principale, a ridurre il peso della variabilità e a mantenere il fattore di compressione. Rimangono tuttavia molte questioni aperte, tra cui i pesi relativi delle due componenti del PIL, la riallocazione del peso della variabilità e la possibilità di introdurre un tetto all'apertura commerciale.

Sorveglianza dell'FMI sui paesi membri. – Facendo seguito a quanto stabilito nel tradizionale esercizio di valutazione triennale delle attività di sorveglianza macroeconomica e finanziaria dell'FMI (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2011), nel luglio dello scorso anno il Consiglio di amministrazione del Fondo ha approvato una nuova decisione in materia di sorveglianza, volta a integrare maggiormente le attività di sorveglianza bilaterali con quelle multilaterali. Tale decisione, entrata in vigore nel gennaio 2013, definisce il quadro di riferimento relativo a ruoli e responsabilità dei paesi membri e dell'FMI nella sorveglianza bilaterale e multilaterale, con lo scopo di preservare la stabilità economica e

finanziaria nei singoli paesi e a livello globale. La principale novità risiede nella possibilità di inserire, nelle consultazioni ai sensi dell'art. 4 dello Statuto, la discussione delle potenziali ripercussioni delle politiche nazionali sulla stabilità non solo interna ma anche globale.

Nel 2012 l'FMI ha prodotto importanti documenti in materia di sorveglianza multilaterale. In luglio è stata pubblicata un'analisi coerente e dettagliata delle posizioni sull'estero e degli eventuali disallineamenti dei tassi di cambio dei 28 maggiori paesi in termini di PIL. Per il secondo anno consecutivo sono stati pubblicati gli spillover report per i cinque paesi e aree economiche giudicati di rilievo sistemico (area dell'euro, Cina, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti). Nell'ambito del Financial Sector Assessment Program (cfr. il capitolo 4: *Il G20 e la cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2010), è stato pubblicato il primo rapporto di valutazione della situazione dell'Unione europea nel suo complesso. Infine, nel novembre del 2012, il Fondo ha adottato una posizione istituzionale sulla liberalizzazione e sulla gestione dei movimenti di capitale, e nello scorso marzo ha pubblicato linee guida volte a garantire una maggiore coerenza tra le raccomandazioni bilaterali e multilaterali.

Tale posizione istituzionale riprende e amplia le conclusioni generali approvate dal G20 nel novembre del 2011, fornendo un quadro unificato per la valutazione delle politiche di liberalizzazione e gestione dei movimenti di capitale nei paesi membri. Pur sottolineando i benefici potenziali della libera circolazione dei capitali a livello nazionale e globale, si riconosce che, in alcune particolari circostanze e secondo il grado di sviluppo finanziario di un paese, improvvisi movimenti di capitale possono avere effetti destabilizzanti sull'intera economia. In certe condizioni, misure restrittive dei flussi possono rappresentare, quindi, un valido complemento per coadiuvare le politiche macroeconomiche e prudenziali al fine di salvaguardare la stabilità macroeconomica e finanziaria. Secondo l'FMI anche i paesi da cui si originano i flussi internazionali di capitale dovrebbero considerare le potenziali ripercussioni delle loro politiche sulle altre economie.

Le iniziative del G20

Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth. – Nell'ultimo anno, l'ambizioso progetto di coordinamento e mutua valutazione delle politiche economiche nazionali avviato dal G20 nel 2009 ha subito un rallentamento, a causa delle forti divergenze in merito alla possibilità di concordare precisi obiettivi quantitativi per il consolidamento delle finanze pubbliche negli anni a venire.

Gli obiettivi di finanza pubblica concordati dai leader del G20 al vertice di Toronto nel 2010, e ribaditi a Cannes l'anno successivo, prevedevano il dimezzamento dei disavanzi pubblici entro il 2013 e la stabilizzazione del rapporto debito pubblico/PIL entro il 2016. Al vertice di Los Cabos dello scorso anno i paesi si erano impegnati a definire nuovi obiettivi per il rapporto tra debito e PIL da perseguire dopo il 2016. Su quest'ultimo fronte, tuttavia, non si sono ancora registrati progressi sostanziali. Negli incontri dello scorso aprile i paesi del G20 si sono limitati ad annunciare l'impegno a presentare, al vertice di San Pietroburgo nel settembre del 2013, non meglio specificate strategie di medio termine coerenti con gli impegni sottoscritti.

Prosegue, invece, l'esercizio di monitoraggio dell'effettiva applicazione degli impegni di politica economica assunti dai vari paesi (Accountability Assessment Framework), annunciato a Cannes nel 2011, e avviato nel giugno scorso in occasione del vertice di Los Cabos.

L'esercizio in questione si basa su tre pilastri: principi guida, mutua valutazione dei progressi fatti (peer review), e stesura di rapporti annuali. I principi guida stabiliscono che la valutazione, condotta dal G20 con l'appoggio esterno del Fondo monetario o di altre organizzazioni internazionali, debba basarsi, ove possibile, su misure quantificabili; assicurare la parità di trattamento tra i paesi del G20; essere imparziale, aperta e trasparente. La peer review prevede la discussione delle politiche attuate da ciascun paese e un giudizio sui progressi fatti verso gli obiettivi concordati. L'esito della valutazione sarà sintetizzato in rapporti annuali (Accountability Report), che i leader del G20 utilizzeranno per la stesura di futuri piani d'azione.

La riforma dei meccanismi di vigilanza e supervisione del settore finanziario. – Nel 2012 è proseguita l'attuazione del vasto e complesso programma di riforma dei meccanismi di vigilanza e supervisione del settore finanziario (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012). In particolare, si sono registrati notevoli progressi sulla riforma dei mercati dei derivati over-the-counter e in materia di nuovi requisiti di capitale e di liquidità delle banche (Basilea 3), già adottati da circa metà dei paesi del G20. Prosegue inoltre l'impegno a rendere operative le raccomandazioni dell'FSB che definiscono gli strumenti e i poteri delle autorità nazionali per la gestione ordinata delle crisi delle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (*Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*). Rimane, invece, ancora aperta la questione del contenimento dei fenomeni di evasione ed elusione internazionali, in particolare nei cosiddetti paradisi fiscali; il G20 ha reiterato l'invito a lavorare per migliorare la piena trasparenza e lo scambio automatico di informazioni tra istituzioni finanziarie appartenenti a giurisdizioni diverse.

Politiche per lo sviluppo e per la riduzione della povertà

L'agenda del G20 per lo sviluppo. – Lo scorso anno l'azione del G20 sul tema dello sviluppo è proseguita lungo le direttrici stabilite dal Seoul Development Consensus for Shared Growth e puntualizzate nel piano di azione approvato nel 2011. La presidenza messicana ha sottolineato che una crescita economica forte, inclusiva e sostenibile dal punto di vista ambientale rappresenta un presupposto fondamentale per ridurre la povertà; sono state individuate pertanto come priorità la promozione degli investimenti in infrastrutture, la sicurezza alimentare e la crescita inclusiva ecosostenibile (*inclusive green growth*). Nel primo caso sono state rafforzate le reti per diffondere le migliori prassi in materia di partenariato tra settore pubblico e settore privato; sono stati armonizzati i principi, utilizzati dalle banche multilaterali di sviluppo, sulle gare di appalto per le opere pubbliche; è stato modificato – in senso più favorevole agli investimenti in infrastrutture – il quadro di riferimento delle istituzioni finanziarie internazionali per valutare la sostenibilità del debito nei paesi a basso reddito. In merito alla seconda priorità sono in corso di attuazione le iniziative avviate nel 2011 per ridurre la variabilità delle quotazioni internazionali dei beni alimentari e per proteggere le fasce di popolazione più vulnerabili dall'oscillazione di tali prezzi. Per la terza priorità, infine, un gruppo di organismi internazionali (composto da Banca Mondiale, Banca africana di sviluppo, OCSE e Nazioni Unite) ha elaborato un insieme di indicazioni non prescrittive per innalzare l'efficienza e l'innovazione nell'ambito dello sfruttamento delle risorse energetiche, diffondere le tecnologie per l'utilizzo delle fonti rinnovabili, adottare schemi di produzione e consumo ecosostenibili.

Alla fine del 2012 un Rapporto diagnostico – commissionato dal G20 e redatto dalle maggiori organizzazioni internazionali – ha confermato che la disponibilità e la composizione dei finanziamenti per gli investimenti a lungo termine sono mutate, in parte a seguito della debolezza congiunturale in alcune economie avanzate, in parte per fattori di natura strutturale. Su impulso della presidenza russa, nel 2013 il G20 discuterà iniziative volte a promuovere il finanziamento di tali investimenti, con l'obiettivo di sostenere il potenziale di crescita e creare nuove opportunità di occupazione, sia nelle economie in via di sviluppo sia in quelle avanzate. Inoltre, un gruppo di studio analizzerà i fattori di attrazione dei finanziamenti a lungo termine per ciascun paese, il ruolo dei mercati dei capitali, le possibili fonti di finanziamento pubbliche e private, l'impatto delle riforme della regolamentazione finanziaria globale.

Altri due filoni di lavoro nell'agenda del G20 in materia di sviluppo riguardano la facilitazione dei trasferimenti internazionali di rimesse da parte dei migranti e l'ampliamento dell'accesso dei più poveri ai servizi finanziari (inclusione finanziaria). Quanto alle rimesse, nel 2012 la somma dei flussi ha raggiunto il massimo storico di 514 miliardi di dollari, quasi quattro volte quella del 2000. Secondo stime della Banca Mondiale, il costo medio globale di trasferimento delle rimesse verso i paesi in via di sviluppo si sarebbe ridotto in misura solo modesta (dal 10 per cento nel 2008 al 9 nel primo trimestre del 2013), contro l'obiettivo di una riduzione di cinque punti percentuali stabilito in occasione del vertice G8 a L'Aquila (luglio 2009).

Con riferimento all'inclusione finanziaria, la presidenza messicana ha dato forte impulso al miglioramento dell'educazione finanziaria e della protezione dei consumatori. In particolare, è stato avviato un progetto per la condivisione di migliori prassi (Peer Learning Program) in materia di inclusione finanziaria finalizzato a promuovere la predisposizione di piani strategici nazionali anche in paesi non membri del G20. Per il 2013, la presidenza russa si è fatta promotrice di un nuovo servizio di assistenza tecnica da parte della Banca Mondiale per sostenere quei paesi che intendono incrementare il grado di inclusione finanziaria delle loro popolazioni.

Gli Obiettivi di sviluppo del millennio. – Secondo stime recenti, a due anni dalla scadenza, prevista per il 2015, solo 4 dei 21 punti che compongono gli 8 Obiettivi di sviluppo del millennio (OSM) sarebbero stati già raggiunti a livello globale. Si tratta di quelli riguardanti: il dimezzamento, rispetto al 1990, della quota di popolazione al di sotto della soglia di povertà estrema (cui ha contribuito in modo decisivo la rapida crescita di Cina e India) e della quota di popolazione priva di accesso a fonti di acqua potabile; il miglioramento delle condizioni di vita degli abitanti delle periferie urbane degradate; l'attenuazione delle disparità tra i sessi nell'accesso all'istruzione primaria. I progressi su tutti gli altri fronti, specialmente quelli legati al potenziamento dei servizi sanitari e dell'istruzione, sarebbero, invece, insoddisfacenti.

Nonostante l'elevata variabilità dei risultati conseguiti tra le diverse aree geografiche (ad es., l'Africa sub-sabariana è in ritardo su quasi tutti gli Obiettivi), gli OSM lanciati dalle Nazioni Unite nel 2000 hanno avuto il merito di rappresentare un quadro di riferimento semplice, conciso e trasparente. La comunità internazionale è attualmente impegnata nella definizione sotto l'egida delle Nazioni Unite di nuove linee guida che sostituiscano gli OSM dopo il 2015.

In occasione degli incontri tenutisi lo scorso aprile a Washington, la Banca Mondiale ha annunciato di voler intensificare l'impegno per l'eliminazione della povertà estrema, riducendo al di sotto del 3 per cento entro il 2030 la percentuale di popolazione mondiale che vive con un reddito inferiore a 1,25 dollari al giorno. Ha altresì stabilito un nuovo e diverso obiettivo, in termini di riduzione della spequazione economica all'interno di ciascun paese, attraverso misure che favoriscano specificamente aumenti del reddito per le fasce meno abbienti della popolazione.

I finanziamenti delle principali banche multilaterali di sviluppo. – Nel 2012 la Banca Mondiale, inclusa l'International Development Association (IDA), ha approvato nuovi finanziamenti per 35,3 miliardi di dollari, un livello sensibilmente superiore alla media degli anni pre-crisi ma in forte calo rispetto all'esercizio precedente (43 miliardi) e al picco raggiunto nel 2010 (58,7 miliardi), quando furono deliberati finanziamenti per importi considerevoli volti a contrastare gli effetti della recessione globale. I settori maggiormente interessati sono stati quelli della Pubblica amministrazione, dell'energia, dei trasporti e della sanità.

Nel 2012 le nuove operazioni finanziarie approvate dalla Banca asiatica di sviluppo hanno raggiunto 21,6 miliardi di dollari, un livello sostanzialmente in linea con quello degli anni precedenti e molto più elevato rispetto al periodo pre-crisi. La Banca interamericana di sviluppo ha approvato nuovi finanziamenti per 11,4 miliardi di dollari, confermando la tendenza a una decisa crescita. Negli ultimi anni l'ammontare medio dei nuovi prestiti è quasi raddoppiato, passando da 6,9 miliardi del quinquennio 2003-07 a 12,3 del periodo 2008-2012.

Gli aiuti bilaterali. – Secondo stime dell'OCSE, nel 2012 i flussi netti di aiuti pubblici allo sviluppo, misurati a prezzi e a cambi costanti, sono diminuiti del 4 per cento sull'anno precedente (e del 6 per cento rispetto al picco del 2010). Si tratta del calo più forte dal 1997, se si esclude quello del 2007 a seguito del completamento di alcune operazioni straordinarie di cancellazione del debito. Vi hanno contribuito le misure di correzione dei conti pubblici attuate da molti paesi donatori in seguito alla crisi finanziaria globale e a quella del debito sovrano nell'area dell'euro.

Gli aiuti erogati dai paesi membri del Development Assistance Committee (DAC) sono stati pari a 125,6 miliardi di dollari, lo 0,29 per cento del rispettivo reddito nazionale lordo. In termini assoluti i maggiori donatori sono Stati Uniti (30,5 miliardi), Regno Unito (13,7), Germania (13,1), Francia (12,0) e Giappone (10,5). Il 51 per cento del totale è pervenuto dagli Stati membri della UE. Ben 15 paesi donatori hanno ridimensionato i propri flussi rispetto al 2011, con tagli più cospicui registrati nei casi di Spagna, Italia, Portogallo e Grecia.

Il nostro paese ha erogato aiuti per 2,6 miliardi di dollari, in forte contrazione rispetto ai 4,3 del 2011, anche a seguito della fine dell'emergenza umanitaria connessa con i flussi migratori dalla Libia e delle minori operazioni di cancellazione del debito. Con un'incidenza degli aiuti sul reddito nazionale lordo pari allo 0,13 per cento – un valore ben lontano dall'obiettivo sottoscritto nel 2005 (0,7 per cento nel 2015) – l'Italia si è collocata all'ultimo posto tra i donatori appartenenti al DAC. Nello scorso marzo il Governo ha annunciato la propria determinazione a perseguire un'inversione di tendenza già dall'anno in corso, con l'obiettivo di raggiungere entro il 2017 un livello di aiuti in linea con la media OCSE (0,29 per cento del reddito nazionale lordo).

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

5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Nel 2012 il PIL dell'area dell'euro è tornato a flettere, dopo un biennio di ripresa, risentendo della caduta degli investimenti e dei consumi delle famiglie. Alla contrazione delle principali componenti della domanda nazionale hanno concorso il peggioramento delle condizioni di offerta di credito a famiglie e imprese e il processo di consolidamento dei debiti, privati e pubblici, particolarmente intenso in alcuni paesi. L'apporto della domanda estera netta alla crescita del PIL è stato positivo, nonostante il rallentamento delle esportazioni. Nel corso dell'anno l'indebolimento della fase ciclica si è esteso anche alle economie meno esposte alla crisi del debito sovrano. Le difficoltà congiunturali si sono riflesse in un peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, più marcato per la popolazione attiva di età inferiore ai 25 anni.

Il calo del PIL si è accentuato nell'ultimo trimestre del 2012, quando alla perdurante debolezza della domanda interna si è associata la flessione delle vendite all'estero. Nei primi mesi del 2013 il calo dell'attività economica è proseguito, pur attenuandosi (-0,2 per cento in termini congiunturali secondo la stima flash).

Nel 2012 è continuato l'aggiustamento degli squilibri di parte corrente dei diversi paesi che compongono l'area dell'euro, riflettendo sia l'andamento dell'economia sia miglioramenti della competitività, più marcati in alcuni paesi; si sono ridotti in misura particolarmente pronunciata i disavanzi che negli anni precedenti risultavano più elevati.

L'inflazione al consumo è lievemente scesa, portandosi nella media del 2012 al 2,5 per cento; al netto dei fattori fiscali, la dinamica dei prezzi al consumo nell'area si è collocata appena sopra il 2 per cento. Alla moderazione delle quotazioni internazionali delle materie prime si sono contrapposti gli effetti degli aumenti delle imposte indirette varati in alcuni paesi nell'ambito delle manovre di risanamento delle finanze pubbliche. La dinamica dei prezzi è ulteriormente diminuita nell'anno in corso, raggiungendo l'1,2 per cento in aprile; secondo le attese degli analisti nella media del 2013 si collocherebbe intorno all'1,5 per cento. Le aspettative di inflazione relative agli orizzonti di lungo periodo sono in linea con la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema.

La congiuntura nell'area dell'euro

Nel 2012 il PIL dell'area dell'euro si è contratto dello 0,6 per cento (tav. 5.1), dopo essere aumentato del 3,5 nel complesso del biennio 2010-11. Il prodotto è cresciuto in Germania (0,7 per cento), ha ristagnato in Francia, è sceso in Spagna e, in misura superiore, in Italia (-1,4 e -2,4 per cento, rispettivamente). Tra i paesi sottoposti a programmi di aggiustamento macroeconomico, la dinamica del PIL è stata ancora fortemente negativa in Grecia e in Portogallo (-6,4 e -3,2 per cento, rispettivamente);

l'attività si è ridotta anche a Cipro, per la prima volta dal 2009 (-2,4 per cento). Il prodotto è altresì diminuito in Belgio, Finlandia, Paesi Bassi e Slovenia.

Tavola 5.1

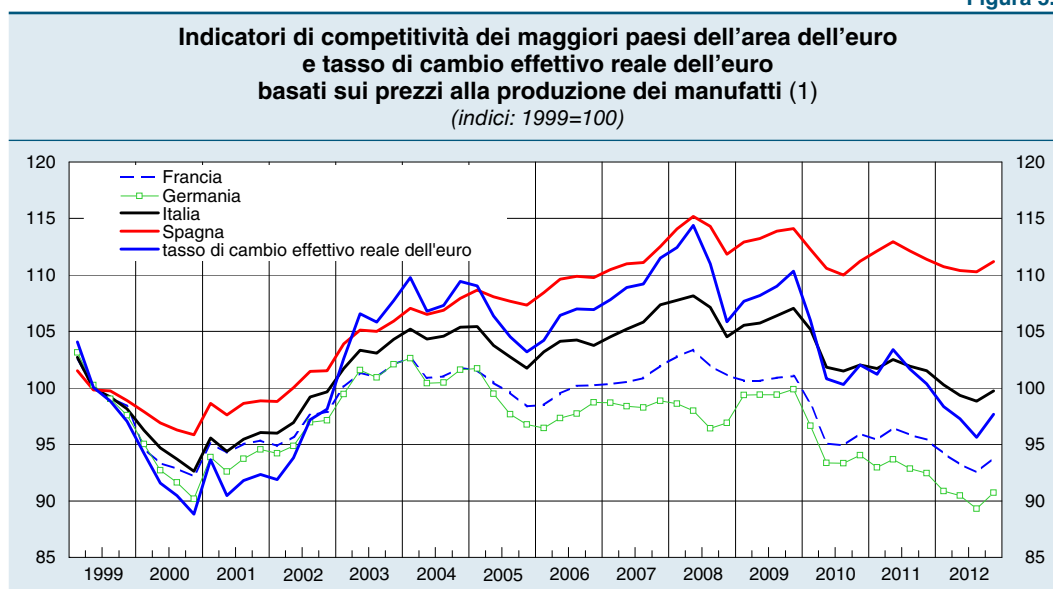
PAESI	2010	2011	2012	2012			
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)							
PIL							
Francia	1,7	2,0	..	..	-0,2	0,1	-0,2
Germania (2)	4,2	3,0	0,7	0,6	0,2	0,2	-0,7
Italia (2)	1,7	0,4	-2,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,9
Spagna (2) (3)	-0,3	0,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8
Area dell'euro (2) (4)	2,0	1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6
Importazioni							
Francia	8,9	5,1	-1,1	0,9	0,2	0,1	-1,3
Germania	11,1	7,4	1,8	-0,7	2,3	0,6	-0,6
Italia	12,6	0,5	-7,7	-3,6	-0,6	-1,7	-0,9
Spagna (3)	9,2	-0,9	-5,0	-2,0	-1,3	2,7	-4,8
Area dell'euro (4)	9,6	4,2	-0,9	-0,4	0,6	0,1	-0,9
Esportazioni							
Francia	9,5	5,4	2,4	0,1	0,9	0,5	-0,7
Germania	13,7	7,8	3,7	0,7	3,3	1,5	-2,0
Italia	11,4	5,9	2,3	-0,6	1,0	1,2	0,3
Spagna (3)	11,3	7,6	3,1	-2,6	1,8	5,1	-0,9
Area dell'euro (4)	11,2	6,3	2,7	0,5	1,7	0,9	-0,8
Consumi delle famiglie (5)							
Francia	1,6	0,6	-0,3	0,3	-0,4	..	..
Germania	0,9	1,7	0,6	0,1	0,2	..	0,1
Italia	1,5	0,1	-4,2	-1,5	-1,1	-1,1	-0,6
Spagna (3)	0,7	-1,0	-2,1	0,5	-1,1	-0,5	-2,0
Area dell'euro (4)	1,0	0,1	-1,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5
Consumi collettivi							
Francia	1,8	0,4	1,4	0,6	0,5	0,3	0,3
Germania	1,7	1,0	1,4	0,6	-0,3	0,7	0,4
Italia	-0,4	-1,2	-2,9	-1,8	-0,6	-0,2	0,1
Spagna (3)	1,5	-0,5	-3,7	-1,1	-0,3	-2,5	-0,3
Area dell'euro (4)	0,8	-0,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	0,1
Investimenti fissi lordi							
Francia	1,4	2,9	-1,2	-1,4	-0,2	-0,7	-0,8
Germania	5,9	6,2	-2,5	-1,0	-1,9	-0,4	-0,7
Italia	0,6	-1,8	-8,0	-3,7	-1,8	-1,2	-1,2
Spagna (3)	-6,2	-5,3	-9,1	-2,5	-3,1	-1,3	-3,9
Area dell'euro (4)	-0,4	1,5	-4,1	-1,4	-1,6	-0,8	-1,2
Domanda nazionale (6)							
Francia	1,7	2,0	-0,9	0,2	-0,3	..	-0,3
Germania	2,7	2,6	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	0,2
Italia	2,1	-1,0	-5,3	-1,9	-1,2	-1,0	-1,3
Spagna (3)	-0,7	-1,9	-3,9	-0,3	-1,3	-1,1	-2,0
Area dell'euro (4)	1,3	0,5	-2,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6

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

(1) Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) I dati trimestrali incorporano informazioni rese disponibili successivamente alla pubblicazione del quadro completo dei conti. – (3) La variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (5) Consumi delle famiglie residenti e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (6) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.

La domanda estera ha sostenuto l'attività economica. Pur in presenza di un recupero della competitività di prezzo (fig. 5.1), indotto principalmente dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, le esportazioni di beni e servizi hanno decelerato per il secondo anno consecutivo (al 2,7 per cento, dal 6,3 nel 2011 e 11,2 nel 2010); vi ha influito il deciso rallentamento del commercio mondiale (al 2,5 per cento, dal 6,0 dell'anno precedente; cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*). La quota sul mercato mondiale delle principali economie dell'area, valutata a prezzi e cambi correnti, è scesa in misura marginale. Come nel biennio precedente, nel 2012 l'incremento delle vendite all'estero è stato relativamente sostenuto in Germania (3,7 per cento); in Italia e in Francia è risultato invece lievemente inferiore a quello medio dell'area. Le importazioni dell'area sono diminuite dello 0,9 per cento, risentendo della debolezza della domanda interna. Ne è conseguito un forte contributo positivo dell'interscambio con l'estero alla dinamica del PIL, pari a 1,6 punti percentuali, un valore mai registrato da quando è disponibile la serie storica.

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.

Nel complesso dell'area la domanda interna è diminuita del 2,2 per cento, più che neutralizzando il recupero segnato nel biennio precedente. Dopo aver ristagnato nel 2011, la spesa delle famiglie è scesa in misura marcata (-1,3 per cento). Tra i paesi di maggiore dimensione, solo in Germania i consumi hanno segnato un incremento (0,6 per cento), peraltro sensibilmente inferiore a quello dell'anno precedente (1,7 per cento).

I comportamenti di spesa delle famiglie dell'area dell'euro hanno risentito della flessione, per il terzo anno consecutivo, del reddito disponibile in termini reali (-1,9 per cento), in relazione alla debolezza del mercato del lavoro e alla moderazione delle retribuzioni. Tra i maggiori paesi, il reddito disponibile in termini reali ha registrato un incremento lievemente superiore al mezzo punto percentuale in Germania, mentre è calato in Francia e, in maniera particolarmente marcata, in Italia e Spagna (con una contrazione di circa il 5 per cento in entrambi i paesi).

La propensione al risparmio delle famiglie ha continuato a scendere, sia pure a un ritmo più lento di quello dei due anni precedenti; nel 2012 si collocava al 12,8 per cento, un livello inferiore di circa 2,5 punti percentuali rispetto a quello del 2009. Il saggio di risparmio è calato in misura marcata tra le famiglie spagnole (all'8,2 per cento, dall'11,0 nel 2011), mentre è rimasto sostanzialmente stabile nelle altre tre maggiori economie dell'area (sull'Italia, cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

I consumi collettivi, già lievemente compressi nel 2011, sono scesi dello 0,4 per cento a prezzi costanti, riflettendo l'intensa azione di risanamento delle finanze pubbliche attuata in diversi paesi (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

L'attività di accumulazione è diminuita in misura significativa. Nel 2012 la spesa per investimenti fissi lordi dell'area dell'euro è caduta del 4,1 per cento. La componente dei macchinari e delle attrezzature (-3,6 per cento) ha risentito della flessione del grado di utilizzo della capacità produttiva (che si è portato su un livello inferiore di quasi sette punti percentuali a quello raggiunto prima della crisi globale), dell'incertezza sulle prospettive di domanda e delle condizioni di finanziamento ancora tese.

Sulla base delle rilevazioni della Commissione europea, nel 2012 la quota di imprese che ha dichiarato di aver acquistato beni di investimento per espandere la capacità produttiva è tornata a superare quella delle aziende che si sono limitate a sostituire vecchi impianti (32 e 29 per cento, rispettivamente); essa rimane tuttavia inferiore di circa quattro punti percentuali al valore precedente l'avvio della crisi globale.

Si è acuita la debolezza del settore delle costruzioni. Gli investimenti si sono ridotti del 4,5 per cento (-3,5 per la componente residenziale, che rappresenta poco più del 50 per cento dell'intero comparto), con una perdita cumulata pari a circa il 20 per cento rispetto al 2007.

Nel 2012 le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono scese del 2,1 per cento in termini nominali, riportandosi su livelli prossimi a quelli del 2009. I prezzi delle case si sono evoluti in maniera molto differenziata nei diversi paesi: sono aumentati del 3,0 per cento in Germania, risentendo anche dell'incremento di domanda indotto dai flussi migratori, nonché di un livello molto basso dei tassi di interesse a lungo termine, mentre si sono ridotti negli altri maggiori paesi, in particolare in quelli in cui le quotazioni avevano segnato ampie sopravvalutazioni prima dell'avvio della crisi globale; il calo è stato particolarmente marcato in Grecia, Irlanda, Paesi Bassi e Spagna.

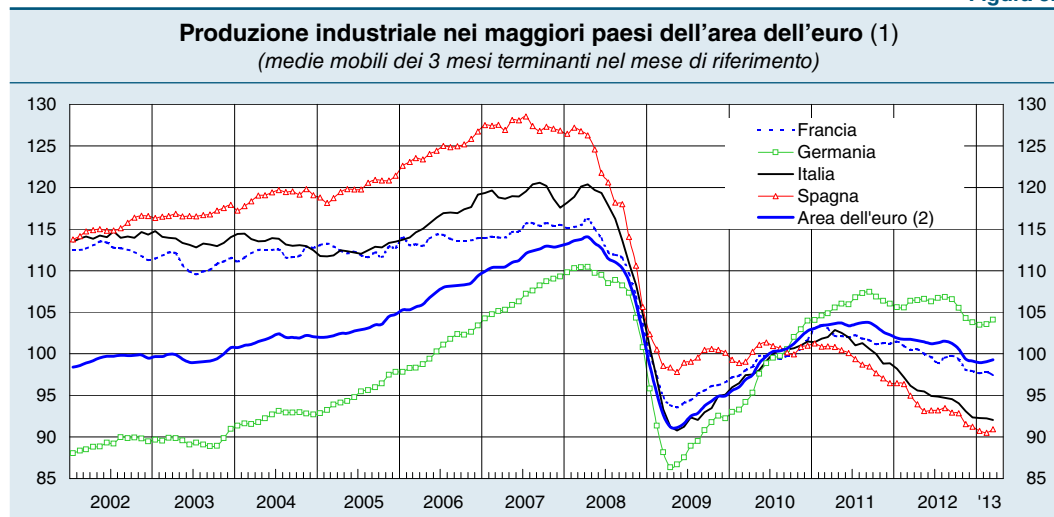
Il decumulo delle scorte, più accentuato nel secondo semestre, ha sottratto mezzo punto percentuale alla crescita del PIL; negli ultimi mesi dell'anno, secondo le inchieste coordinate dalla Commissione europea, le imprese manifatturiere segnalavano un livello delle giacenze di magazzino relativamente basso nel confronto storico.

La contrazione dell'attività economica dell'area è stata particolarmente intensa nell'ultimo trimestre del 2012 (-0,6 per cento sul periodo precedente), con il venir meno, per la prima volta da quattro anni, del sostegno delle esportazioni (scese dello 0,8 per cento rispetto al trimestre estivo). L'indebolimento ciclico ha interessato quasi tutti i paesi, coinvolgendo anche economie che in precedenza avevano continuato a espandersi; il PIL si è ridotto in termini congiunturali dello 0,7 per cento in Germania, dello 0,5 in Finlandia, dello 0,4 nei Paesi Bassi, dello 0,2 in Francia e dello 0,1 in Austria.

Nel primo trimestre del 2013 la fase recessiva ha perso forza. Secondo la stima flash, il PIL dell'area è sceso dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, con

andamenti ancora differenziati tra le maggiori economie: al lieve recupero in Germania (0,1 per cento) si è contrapposto il nuovo calo in Francia e in Italia (-0,2 e -0,5 per cento, rispettivamente). La produzione industriale nel complesso dell'area ha ristagnato nella media del primo trimestre (fig. 5.2).

Figura 5.2

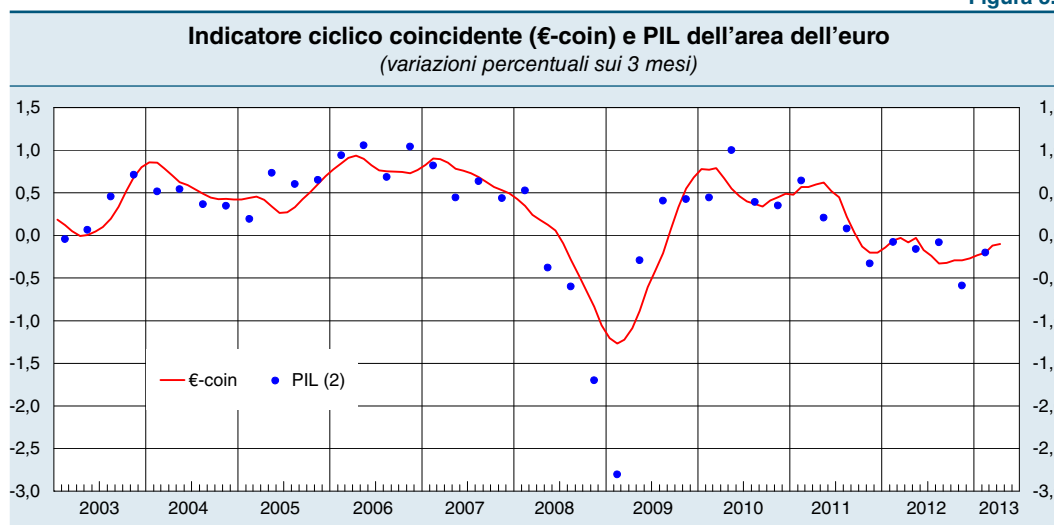


Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indici: 2010=100; dati destagionalizzati. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi.

L'indicatore €-coin, con il quale la Banca d'Italia fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, ha segnalato una flessione dell'attività economica per l'intero 2012, ha raggiunto un minimo in agosto ed è poi gradualmente risalito nel resto dell'anno, sebbene in misura moderata. L'indicatore ha continuato a migliorare negli ultimi mesi, pur rimanendo su valori ancora lievemente negativi; a marzo e aprile di quest'anno si è attestato sul -0,1 per cento (fig. 5.3).

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.bancaitalia.it/>. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi.

I prezzi e i costi

Nella media del 2012 l'inflazione al consumo nell'area dell'euro è scesa al 2,5 per cento sui dodici mesi, dal 2,7 dell'anno precedente (tav. 5.2). Il calo è riconducibile prevalentemente al rallentamento dei prezzi dei prodotti energetici (al 7,6 per cento, dall'11,9).

Tavola 5.2

Indicatori di inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)															
VOCI	Francia			Germania			Italia			Spagna			Area dell'euro		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Prezzi al consumo (1)															
Indice generale	1,7	2,3	2,2	1,2	2,5	2,1	1,6	2,9	3,3	2,1	3,1	2,4	1,6	2,7	2,5
Indice al netto dei beni alimentari ed energetici	1,0	1,1	1,5	0,6	1,2	1,3	1,7	2,0	2,0	0,8	1,2	1,3	1,0	1,4	1,5
di cui: <i>beni</i>	0,2	0,5	1,3	0,5	1,0	1,3	1,2	1,4	1,8	0,3	0,5	1,0	0,5	0,8	1,2
<i>servizi</i>	1,5	1,6	1,6	0,7	1,4	1,3	1,9	2,5	2,2	1,1	1,6	1,5	1,4	1,8	1,8
Beni alimentari	1,3	2,3	3,3	1,5	2,5	3,2	0,5	2,7	3,1	1,1	2,8	2,6	1,1	2,7	3,1
di cui: <i>trasformati</i>	0,7	2,9	3,1	0,8	3,0	2,6	0,9	2,9	3,6	1,4	4,2	3,5	0,9	3,3	3,1
<i>freschi</i>	2,1	1,4	3,7	3,0	1,4	4,5	..	2,5	2,4	0,7	1,3	1,6	1,3	1,8	3,0
Beni energetici	9,7	12,0	5,2	3,9	10,0	5,6	4,2	11,2	13,9	12,5	15,7	8,8	7,4	11,9	7,6
Prezzi alla produzione (2)	2,7	5,4	2,7	1,5	5,6	2,1	3,1	5,1	4,1	3,7	6,9	3,8	2,7	5,8	2,9
Deflatori del PIL (3)	1,0	1,3	1,5	0,9	0,8	1,3	0,4	1,3	1,6	0,4	1,0	0,3	0,8	1,2	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
 (1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. –
 (3) Per la Spagna la variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi.

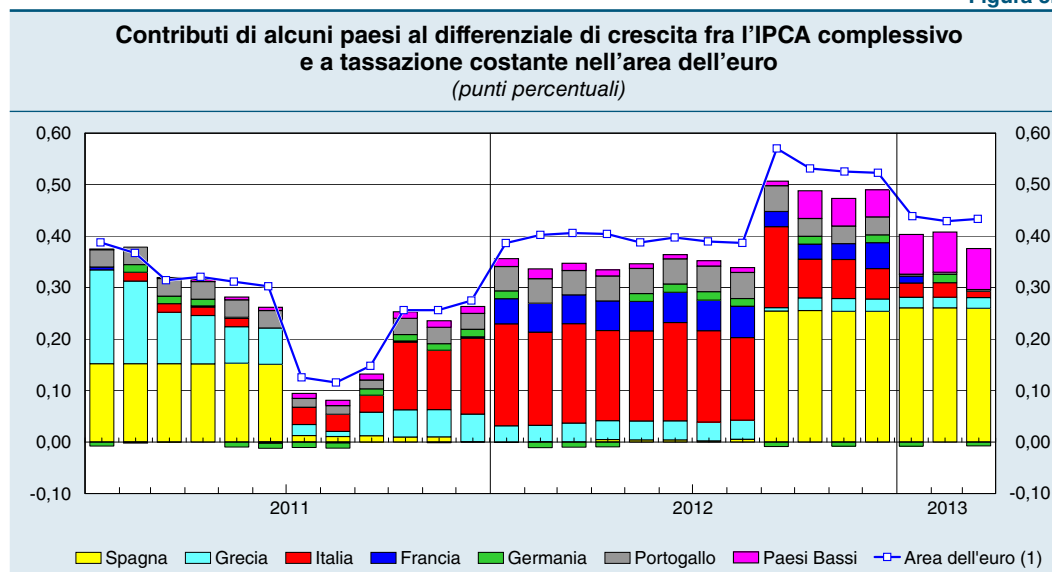
Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione si è collocata all'1,5 per cento, pressoché in linea con quanto registrato nel 2011. Tra le principali componenti, i prezzi dei servizi hanno continuato a crescere dell'1,8 per cento, mentre quelli dei beni non alimentari e non energetici hanno lievemente accelerato (poco sopra l'1 per cento) anche per via degli aumenti delle imposte indirette.

Il tasso di inflazione ha risentito in misura relativamente elevata degli effetti di tali aumenti, concentrati in alcuni paesi. Lo scostamento fra il ritmo di crescita dell'indice armonizzato complessivo e quello del corrispondente indicatore "a impatto fiscale costante" (calcolato dall'Eurostat sottraendo dai prezzi di vendita l'impatto delle variazioni delle imposte indirette nell'ipotesi che queste siano state traslate immediatamente e per intero) è salito nella media del 2012 a quasi mezzo punto percentuale (0,3 punti nel 2011). Tale scostamento ha riflesso soprattutto le manovre fiscali varate in Italia nella seconda metà del 2011 e in Spagna nel corso del 2012 (fig. 5.4).

Nella media dello scorso anno la variazione dei prezzi al consumo armonizzati è stata poco superiore al 2 per cento in Francia e Germania; l'aumento è stato più marcato in Italia (3,3 per cento), in larga misura a causa degli incrementi delle imposte indirette (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

In connessione con l'ulteriore allentamento delle pressioni provenienti dai prezzi dei beni energetici, all'inizio del 2013 l'inflazione nell'area ha proseguito la tendenza flettente avviata negli ultimi mesi del 2012, portandosi in aprile all'1,2 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 dello scorso anno la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno è scesa significativamente, al 2,9 per cento, dal 5,8 nel 2011. La decelerazione dei prezzi ha interessato tutte le componenti; è stata particolarmente intensa per i prodotti intermedi, energetici e alimentari, più direttamente influenzati dalla flessione delle quotazioni delle materie di base. La riduzione dell'inflazione all'origine è proseguita nei primi mesi del 2013 (0,7 per cento in marzo). Gli indicatori di natura qualitativa desumibili dalle inchieste presso le imprese delineano un quadro di ulteriore allentamento delle tensioni sui costi degli input delle imprese dell'area dell'euro.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia è aumentato in media dell'1,6 per cento (tav. 5.3). In presenza di una dinamica dei redditi per ora lavorata pressoché stabile, poco al di sopra del 2 per cento, l'accelerazione del CLUP rispetto all'anno precedente (quando il ritmo di crescita era stato circa la metà) è riconducibile al rallentamento ciclico della produttività oraria (allo 0,8 per cento, dall'1,4 nel 2011).

Il rialzo ciclico del CLUP è stato particolarmente pronunciato nel comparto dell'industria in senso stretto (2,9 per cento, a fronte di un calo dello 0,1 nel 2011), dove la caduta del valore aggiunto è risultata più intensa. Nel settore dei servizi la dinamica del CLUP è rimasta invece pressoché invariata rispetto all'anno precedente, intorno all'1 per cento. La quota dei profitti sul valore aggiunto è leggermente diminuita nell'industria in senso stretto (al 37 per cento, dal 38 nell'anno precedente) mentre è rimasta stabile nel terziario (al 33 per cento).

La crescita del CLUP nell'intera economia è stata particolarmente marcata in Germania (2,8 per cento), dove i redditi orari sono aumentati del 3,1 per cento a fronte di una sostanziale stagnazione della produttività (0,3 per cento); è stata più contenuta in Francia e in Italia (2,0 e 1,8 per cento, rispettivamente), grazie a una maggiore moderazione salariale (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*). Il CLUP è invece sceso in Spagna (-3,2 per cento), riflettendo la flessione significativa dell'occupazione, particolarmente brusca nel comparto delle costruzioni.

Tavola 5.3

Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Redditi per ora lavorata		Produttività oraria		Valore aggiunto (2)		Ore lavorate		Costo del lavoro per unità di prodotto	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Industria al netto delle costruzioni (3)										
Francia	4,8	2,4	2,4	-0,4	1,3	-1,1	-1,0	-0,7	2,4	2,7
Germania	2,5	4,2	3,1	-0,2	6,2	-0,7	3,0	-0,5	-0,7	4,5
Italia	2,3	2,9	0,8	-0,6	1,2	-3,5	0,3	-2,8	1,4	3,6
Spagna	-0,9	2,0	2,8	2,3	2,7	-2,9	-0,1	-5,1	-3,7	-0,3
Area dell'euro	2,4	3,7	2,5	0,8	3,3	-1,4	0,8	-2,2	-0,1	2,9
Servizi (4)										
Francia	2,2	2,3	1,2	0,5	2,4	0,5	1,1	..	0,9	1,7
Germania	2,9	2,8	0,8	0,9	1,8	1,5	1,0	0,6	2,1	1,9
Italia	0,3	0,3	-0,1	-1,1	0,7	-1,2	0,8	-0,2	0,5	1,4
Spagna	-0,5	-1,6	0,6	2,0	1,4	-0,4	0,8	-2,3	-1,1	-3,5
Area dell'euro	1,7	1,7	0,6	0,6	1,3	0,1	0,7	-0,5	1,1	1,2
Totale economia										
Francia	2,6	2,2	1,5	0,3	2,2	0,1	0,7	-0,1	1,1	2,0
Germania	2,9	3,1	1,6	0,3	3,0	0,7	1,4	0,4	1,3	2,8
Italia	1,0	1,2	0,2	-0,6	0,5	-2,0	0,3	-1,4	0,8	1,8
Spagna	-0,1	-0,6	1,9	2,7	1,0	-1,5	-0,9	-4,2	-2,0	-3,2
Area dell'euro	2,1	2,4	1,4	0,8	1,6	-0,5	0,2	-1,2	0,7	1,6

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. – Dalla primavera dello scorso anno le aspettative degli analisti censiti da Consensus Economics sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro nella media del 2012 sono rimaste prossime al 2,5 per cento. Quelle relative al 2013, mantenutesi poco sotto il 2 per cento nel 2012, sono scese nel mese di maggio di quest'anno all'1,6 per cento (tav. 5.4). Sugli orizzonti più distanti le aspettative 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	2013	2014
Francia	1,2	1,6
Germania	1,6	1,9
Italia	1,7	1,6
Spagna	1,8	1,5
Area dell'euro	1,6	1,6

Fonte: Consensus Economics.
(1) Formulate a maggio 2013.

L'occupazione

Il peggioramento dell'attività economica si è riflesso sulle condizioni del mercato del lavoro. Secondo la contabilità nazionale, nella media del 2012 il numero di occupati nell'area dell'euro si è ridotto dello 0,6 per cento, con un ampio divario tra paesi. In Germania, dove il PIL ha continuato a crescere fino all'estate, l'occupazione nel complesso del 2012 è aumentata dell'1,1 per cento; è invece rimasta stabile in Francia. Il numero di occupati è calato in Italia (-0,3 per cento; cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*) e si è contratto in misura molto più intensa in Spagna (-4,2 per cento).

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare, salendo all'11,4 per cento nella media del 2012, oltre un punto percentuale in più rispetto al 2011; lo scorso marzo ha raggiunto il 12,1 per cento, il livello più elevato degli ultimi trent'anni. Il peggioramento è stato particolarmente marcato per la componente della forza lavoro di età inferiore a 25 anni, il cui tasso di disoccupazione ha raggiunto il 24,0 per cento (era il 15,5 nel 2007, prima dell'avvio della crisi globale). Il tasso di disoccupazione è aumentato in tutte le principali economie ad eccezione della Germania, dove lo scorso febbraio si è attestato al 5,4 per cento; in marzo era pari all'11,5 per cento in Italia, all'11,0 in Francia e al 26,7 in Spagna, dove superava il 55 per cento con riferimento alla popolazione attiva di età inferiore ai 25 anni.

La bilancia dei pagamenti

La bilancia dei pagamenti dell'area. – Il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato nel 2012 un avanzo di 116,0 miliardi di euro (pari all'1,2 per cento del PIL; tav. 5.5), in forte aumento rispetto al modesto surplus del 2011 (14,9 miliardi, 0,2 per cento del prodotto). Il miglioramento è dovuto quasi per intero all'ampliamento dell'attivo commerciale (100,6 miliardi, da 6,8). A prezzi correnti, le esportazioni di beni sono cresciute del 7,2 per cento; le importazioni hanno fortemente rallentato, al 2,0 per cento (dal 14,2), risentendo della debolezza della domanda interna e della decelerazione dei prezzi dei prodotti importati.

Sono aumentati i deflussi netti sul conto finanziario, passati a 133,2 miliardi da 42,7 nel 2011. Tra questi, si è ridotto il disavanzo degli investimenti diretti (da 118,7 a 44,8 miliardi). Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono calati da 252,5 a 52,3 miliardi, a causa della ripresa degli investimenti all'estero da parte dei residenti; dal lato delle passività sono aumentati gli acquisti dall'estero di azioni emesse nell'area, mentre quelli di titoli di debito sono rimasti invariati. Gli "altri investimenti" (prestiti, depositi e crediti commerciali) hanno registrato deflussi netti per 132,1 miliardi, determinati da una diminuzione dei finanziamenti esteri al settore monetario e finanziario residente nell'area, che ha generato ingenti deflussi dal lato delle passività.

Il forte aumento dell'attivo di conto corrente ha contribuito alla riduzione della posizione debitoria netta sull'estero, passata dal 13,9 per cento del PIL alla fine del 2011 al 12,0 alla fine del 2012.

Tavola 5.5

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1)					
(miliardi di euro)					
VOCI	2008	2009	2010	2011	2012
Conto corrente	-141,1	-13,5	3,5	14,9	116,0
Merci	-21,9	30,7	17,2	6,8	100,6
Servizi	43,4	44,9	56,5	73,2	90,9
Redditi	-65,3	8,8	39,0	42,1	32,2
Trasferimenti unilaterali	-97,3	-97,8	-109,2	-107,2	-107,8
Conto capitale	10,0	8,3	5,7	11,2	15,1
Conto finanziario	122,5	15,0	9,1	-42,7	-133,2
Investimenti diretti	-218,8	-67,0	-88,8	-118,7	-44,8
Investimenti di portafoglio	241,1	246,8	119,5	252,5	52,3
Derivati	-84,6	19,0	18,4	-5,3	5,6
Altri investimenti	188,2	-188,4	-29,5	-161,0	-132,1
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	-132,1	67,6	-18,8	-339,5	-103,1
Variazione riserve ufficiali (3)	-3,4	4,6	-10,5	-10,2	-14,2
Errori e omissioni	8,6	-9,8	-18,3	16,6	2,1

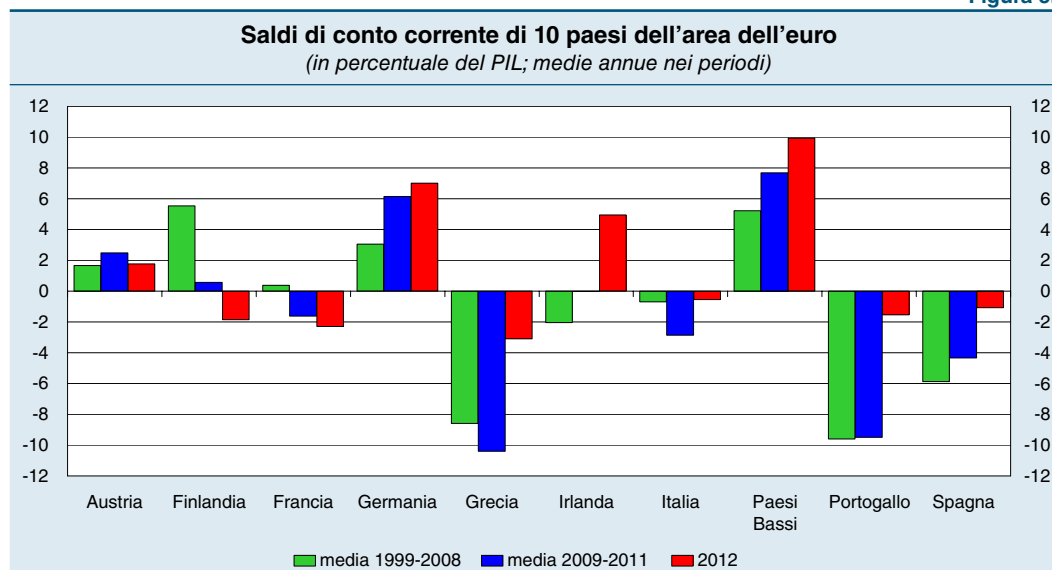
Fonte: BCE.
 (1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) Escluso l'Eurosistema. – (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

Le bilance dei pagamenti dei paesi dell'area. – Gli squilibri nei conti con l'estero si sono attenuati nella maggior parte dei paesi dell'area che nel periodo antecedente la crisi avevano accumulato crescenti deficit di conto corrente; non si sono invece ridotti gli ingenti avanzi in Germania e nei Paesi Bassi.

Nel 2012, per la prima volta nell'ultimo quinquennio, si sono simultaneamente e significativamente ridotti i disavanzi delle partite correnti in Grecia (da 20,6 a 6,0 miliardi), Italia (da 48,3 a 8,4; cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*), Portogallo (da 12,0 a 2,6) e Spagna (da 39,8 a 11,3); si è inoltre ampliato l'attivo in Irlanda (da 1,8 a 8,1 miliardi), dove il saldo era tornato positivo nel 2010. Il disavanzo della Francia è invece cresciuto (da 38,9 a 46,7 miliardi). L'ingente avanzo della Germania si è ulteriormente ampliato (da 161,2 a 185,4 miliardi, pari al 7,0 per cento del PIL), quello dei Paesi Bassi è rimasto pressoché invariato (da 61,0 a 59,7 miliardi, 9,9 per cento del PIL; fig. 5.5).

Nei paesi in deficit, all'aggiustamento ha contribuito in misura determinante la caduta delle importazioni, connessa con il calo della domanda nazionale e il rallentamento dei prezzi alle importazioni; solo nel caso dell'Irlanda le importazioni sono cresciute. In Grecia, Portogallo e Spagna il miglioramento del saldo corrente ha beneficiato inoltre della riduzione del disavanzo nei redditi, dovuta principalmente alle minori uscite per interessi su titoli di debito.

Considerando assieme i quattro paesi che nel 2011 erano stati interessati da forti disinvestimenti dai titoli di portafoglio da parte dei non residenti (Grecia, Italia, Portogallo e Spagna), i deflussi sono diminuiti (complessivamente da 192,5 miliardi nel 2011 a 155,0). Il miglioramento è attribuibile interamente all'Italia e alla Spagna: in questi paesi le vendite nette di titoli da parte di non residenti registrate nei primi mesi



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia ed Eurostat.

del 2012 sono state in gran parte compensate da una ripresa degli acquisti netti a partire dall'estate, dopo la stabilizzazione dei mercati finanziari conseguita grazie anche alle misure straordinarie di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea. In Irlanda sono più che raddoppiati gli acquisti netti dall'estero di titoli di portafoglio, soprattutto per effetto di un aumento degli investimenti nei fondi irlandesi.

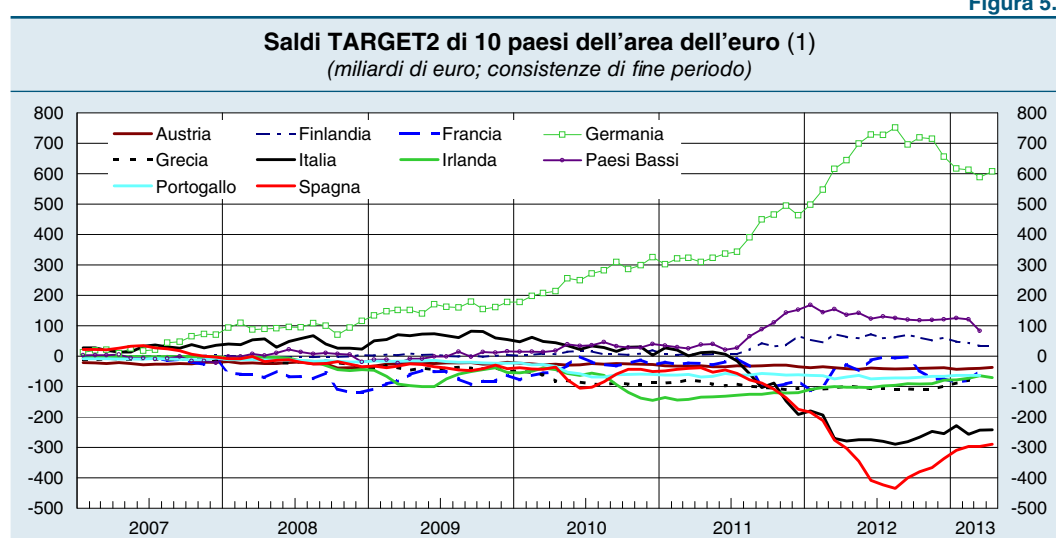
La voce "prestiti, depositi e altri investimenti" indica che i non residenti hanno effettuato disinvestimenti netti dalle banche residenti in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna anche nel 2012, complessivamente pari a circa 240 miliardi, di cui quasi 170 hanno riguardato la sola Spagna. Tali deflussi di capitali esteri sono stati compensati solo in parte da disinvestimenti dall'estero da parte dei residenti in Italia e Spagna. I paesi che hanno richiesto assistenza finanziaria hanno inoltre ricevuto i finanziamenti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) e dallo European Stability Mechanism (ESM).

La Germania presenta un avanzo di conto corrente strutturalmente elevato. La somma cumulata dei surplus in rapporto al PIL, tra il 2003 e il 2012, ha raggiunto il 52 per cento; di questi, poco più della metà erano nei confronti delle altre economie dell'area. L'incidenza dell'attivo intra UEM sul totale aveva toccato un massimo di quasi il 70 per cento nel 2009; è poi caduta al 32 per cento nel 2012, soprattutto per effetto della contrazione delle importazioni di beni tedeschi da parte dei paesi dell'area dell'euro in disavanzo.

Fino al 2007 all'avanzo di conto corrente della Germania avevano corrisposto investimenti finanziari netti all'estero sotto forma di prestiti, depositi e altri investimenti, riconducibili soprattutto al settore bancario. A partire dal 2008 il settore privato tedesco ha invece fortemente ridotto gli investimenti all'estero, in relazione alla maggiore avversione al rischio e al processo di deleveraging delle istituzioni finanziarie; si sono in particolare verificati ingenti disinvestimenti del settore bancario tedesco sotto forma di minori prestiti e depositi all'estero; anche gli investimenti in titoli di portafoglio si sono ridotti. Al contrario del passato, agli elevati surplus di conto corrente sono quindi corrisposti solo modesti incrementi delle attività nette sull'estero del settore privato tedesco; essi si sono invece riflessi in un forte aumento della posizione creditoria delle banche tedesche verso la Deutsche Bundesbank e di quest'ultima sul conto TARGET2 aperto presso la BCE. Questa sostituzione da crediti del settore privato tedesco a un maggiore saldo attivo della Banca centrale non influisce sulla posizione creditoria complessiva della Germania.

I saldi TARGET2. – I saldi delle banche centrali dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano sul sistema dei pagamenti TARGET2 riflettono specularmente l'evoluzione degli squilibri nei movimenti transfrontalieri dei capitali privati. Essi erano peggiorati fino alla metà del 2012, soprattutto per la Spagna e per l'Italia (fig. 5.6), riflettendo la crescente segmentazione dei mercati dei capitali all'interno dell'area e i disinvestimenti di non residenti dai titoli di Stato e dalla raccolta bancaria di questi paesi. Simmetricamente, si è fortemente ampliata la posizione creditoria della banca centrale tedesca, riflettendo il mancato reinvestimento all'estero della liquidità affluita nel paese attraverso il surplus di parte corrente e la riduzione dei crediti in essere sull'estero del settore bancario. Nell'agosto 2012 la posizione debitoria complessiva di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna verso la BCE aveva toccato un massimo di circa 1.000 miliardi, quella creditoria di Finlandia, Germania e Paesi Bassi era arrivata intorno ai 940.

Figura 5.6



Fonte: Banca d'Italia e Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University (Euro Crisis Monitor).

(1) I dati relativi ad alcuni paesi possono differire lievemente dal saldo su TARGET2 per la presenza di importi legati ad "altre attività o passività verso l'Eurosistema".

Dagli ultimi mesi del 2012 l'attenuazione delle tensioni all'interno dell'area dell'euro e la ripresa di afflussi di capitali verso i paesi colpiti dalle tensioni del debito sovrano si sono tradotte in una riduzione significativa degli squilibri su TARGET2. Sono sensibilmente diminuiti sia i saldi debitori, sia i saldi creditori, in particolare quelli delle banche centrali tedesca e finlandese. Il miglioramento è proseguito nei primi mesi dell'anno in corso. Il saldo creditorio della Deutsche Bundesbank, che aveva raggiunto un massimo di 751,4 miliardi ad agosto dello scorso anno, si è portato alla fine di aprile a 607,9 miliardi.

La Procedura per gli squilibri macroeconomici. – Al fine di monitorare e affrontare tempestivamente gli squilibri macroeconomici all'interno dell'Unione europea, nel dicembre del 2011 è entrato in vigore il cosiddetto *six-pack*, un pacchetto di cinque regolamenti e una direttiva che rafforza le regole di bilancio europee, introduce nuove procedure per la prevenzione, rilevazione e correzione di squilibri macroeconomici e stabilisce requisiti minimi per il contesto istituzionale e le procedure di bilancio a livello nazionale.

In particolare, è stata avviata una procedura di sorveglianza che prevede un meccanismo di allerta basato su un insieme di indicatori quantitativi (scoreboard), per i quali sono state identificate specifiche soglie di riferimento, più stringenti per i paesi dell'area dell'euro, insieme con una varietà di indicatori complementari, utili ad approfondire la valutazione delle fonti di squilibrio all'interno di ogni paese. Gli indicatori sono analizzati in un Rapporto annuale della Commissione europea (pubblicato il 28 novembre 2012), in cui si identificano i paesi che presentano rischi di vulnerabilità e che vanno pertanto sottoposti a un'analisi più approfondita (in-depth review). Gli indicatori di squilibrio esterno considerati nello scoreboard (la dinamica delle quote di mercato delle esportazioni, dei cambi effettivi reali e del CLUP, l'incidenza sul PIL del saldo di conto corrente e della posizione patrimoniale netta) assumono per l'Italia valori inferiori alla soglia di attenzione, ad eccezione di quello relativo alla variazione percentuale della quota di mercato delle esportazioni di beni e servizi a prezzi e cambi correnti (-18,4 per cento nel quinquennio terminante nel 2011, a fronte di una soglia fissata al -6,0 per cento). Tuttavia, anche altri 16 paesi della UE, tra i quali Francia e Germania, superano il livello di attenzione per tale indicatore.

Il 10 aprile scorso la Commissione europea ha pubblicato in un Rapporto i risultati della *in-depth review* sui 13 paesi membri della UE sotto osservazione nell'ambito della procedura (di cui 8, inclusa l'Italia, appartenenti all'area dell'euro). Lo studio riconosce che è in corso un significativo aggiustamento macroeconomico, seppure con modalità e velocità diverse tra paesi. Viene in particolare osservato un miglioramento nelle posizioni debitorie sull'estero, anche se l'elevato livello delle passività lorde rende vulnerabili numerosi Stati membri; è inoltre sottolineata la necessità di migliorare la competitività, sia di prezzo sia legata ad altri fattori. In relazione agli squilibri esterni dell'Italia il Rapporto sottolinea la perdita di quote di mercato delle esportazioni e i modesti afflussi di investimenti diretti esteri, attribuiti alla dinamica della produttività – pressoché stagnante e sensibilmente inferiore a quella del costo del lavoro – e a una cornice istituzionale e regolamentare poco favorevole all'attività imprenditoriale. Va tuttavia ricordato che l'indicatore dello *scoreboard* basato sulla dinamica delle quote di mercato penalizza per costruzione i paesi “maturi”, tra i quali l'Italia, rispetto a quelli in fase di convergenza (*catching-up*).

6. LE POLITICHE DI BILANCIO

Dopo l'ampia contrazione registrata nel 2011, l'indebitamento netto nell'area dell'euro è ulteriormente diminuito nel 2012, dal 4,2 al 3,7 per cento del PIL. Nelle previsioni della Commissione europea la riduzione continuerà nell'anno in corso e nel 2014.

È proseguito nel 2012 lo sforzo dei governi e delle istituzioni europee per migliorare la governance economica della UE. L'avvio dello European Stability Mechanism (ESM) potenzia gli strumenti disponibili per la gestione delle crisi finanziarie; il *fiscal compact* mira a rafforzare la disciplina di bilancio; il cosiddetto *two-pack* è volto a intensificare la sorveglianza economica soprattutto sui paesi in difficoltà.

Le istituzioni europee hanno avanzato proposte per realizzare una maggiore integrazione nel campo finanziario e delle politiche di bilancio ed economiche, rafforzando al contempo la legittimazione democratica del processo decisionale comune. Accanto al dibattito sul futuro della UEM, si è sviluppata a livello internazionale una riflessione sui modi e i tempi più appropriati per coniugare risanamento di bilancio e politiche per la crescita economica.

Le politiche e i risultati di bilancio del 2012. – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, dopo la riduzione di oltre 2 punti percentuali del prodotto registrata nel 2011, è diminuito lo scorso anno di 0,4 punti percentuali del PIL (tav. 6.1). Dato lo sfavorevole contesto macroeconomico (il prodotto è calato dello 0,6 per cento, mentre era cresciuto dell'1,4 nel 2011), il miglioramento del disavanzo strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è stato ben più consistente (1,4 punti percentuali).

L'indebitamento netto è cresciuto in otto paesi; l'aumento è stato particolarmente rilevante in Portogallo, Estonia, Spagna e Finlandia. Tra i restanti paesi la flessione del disavanzo è stata più pronunciata in Irlanda, Slovenia, Germania e Italia.

Alla fine del 2012 solo cinque paesi dell'area non erano sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi (Estonia, Finlandia, Germania, Lussemburgo e Malta); tra questi, Malta ha registrato nell'anno un indebitamento netto superiore alla soglia del 3 per cento del prodotto. Al contrario, tra i paesi sottoposti alla Procedura, solo l'indebitamento netto di Austria e Italia non ha superato tale soglia.

In un contesto congiunturale peggiore rispetto alle attese, i saldi di bilancio sono in media migliorati meno di quanto programmato dai governi nella primavera scorsa; negli obiettivi l'indebitamento netto dell'area sarebbe dovuto diminuire di poco più di un punto percentuale del prodotto. I divari più ampi rispetto ai programmi si sono verificati, in senso favorevole, in Estonia, Irlanda e Germania; in senso sfavorevole, in Spagna, Cipro e Grecia.

Tavola 6.1

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati e previsioni (in percentuale del PIL)								
PAESI	Indebitamento netto				Debito (1)			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Austria	2,5	2,5	2,2	1,8	72,5	73,4	73,8	73,7
Belgio	3,7	3,9	2,9	3,1	97,8	99,6	101,4	102,1
Cipro	6,3	6,3	6,5	8,4	71,1	85,8	109,5	124,0
Estonia	-1,2	0,3	0,3	-0,2	6,2	10,1	10,2	9,6
Finlandia	0,8	1,9	1,8	1,5	49,0	53,0	56,2	57,7
Francia	5,3	4,8	3,9	4,2	85,8	90,2	94,0	96,2
Germania	0,8	-0,2	0,2	0,0	80,4	81,9	81,1	78,6
Grecia	9,5	10,0	3,8	2,6	170,3	156,9	175,2	175,0
Irlanda	13,4	7,6	7,5	4,3	106,4	117,6	123,3	119,5
Italia	3,8	3,0	2,9	2,5	120,8	127,0	131,4	132,2
Lussemburgo	0,2	0,8	0,2	0,4	18,3	20,8	23,4	25,2
Malta	2,8	3,3	3,7	3,6	70,3	72,1	73,9	74,9
Paesi Bassi	4,5	4,1	3,6	3,6	65,5	71,2	74,6	75,8
Portogallo	4,4	6,4	5,5	4,0	108,3	123,6	123,0	124,3
Slovacchia	5,1	4,3	3,0	3,1	43,3	52,1	54,6	56,7
Slovenia	6,4	4,0	5,3	4,9	46,9	54,1	61,0	66,5
Spagna	9,4	10,6	6,5	7,0	69,3	84,2	91,3	96,8
Area euro	4,2	3,7	2,9	2,8	88,0	92,7	95,5	96,0

Fonte: Commissione europea, *Spring Forecast*, maggio 2013.
(1) Il debito include la quota di pertinenza di ciascun paese dei prestiti effettuati dall'EFSF, i prestiti bilaterali concessi ad altri paesi della UE e la quota di partecipazione al capitale dell'ESM.

In questo capitolo si fa riferimento ai dati pubblicati dalla Commissione europea a maggio del 2013 che recepiscono le informazioni notificate dai paesi all'inizio di aprile nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi, sulle quali l'Eurostat non ha espresso riserve.

In occasione delle due più recenti notifiche alla Commissione europea, alcuni paesi hanno apportato revisioni alle statistiche di finanza pubblica comunicate in precedenza. Il PIL del 2011 è stato rivisto al ribasso di più di tre punti percentuali dalla Grecia e di circa un punto percentuale dalla Finlandia. Per il periodo 2009-2011 il debito pubblico è stato rivisto al rialzo da alcuni paesi, in misura significativa dall'Italia e dal Portogallo. Per entrambi i paesi le revisioni sono dovute principalmente all'inclusione nel debito di alcune passività commerciali delle Amministrazioni pubbliche, sulla base della decisione dell'Eurostat del 31 luglio 2012; per il Portogallo ha influito anche la riclassificazione di alcuni enti all'interno del settore delle Amministrazioni pubbliche. Per quanto concerne l'indebitamento netto, le revisioni più significative hanno riguardato la Spagna, l'Irlanda e il Lussemburgo. In particolare, l'indebitamento netto spagnolo è stato rivisto al rialzo per il 2010 (0,3 punti percentuali) e per il 2011 (0,9 punti percentuali) a seguito della riclassificazione di alcune spese connesse con debiti commerciali e di alcune operazioni di sostegno al sistema creditizio.

Dopo una riduzione superiore a due punti del PIL nel 2011, il disavanzo primario si è contratto ulteriormente di mezzo punto percentuale nel 2012, allo 0,6 per cento del prodotto. Germania e Italia sono gli unici paesi ad aver registrato un ampio avanzo primario (circa due punti e mezzo del loro prodotto); il disavanzo medio degli altri paesi dell'area è stato pari a 3,1 per cento del PIL. Rispetto al 2011, l'incidenza delle spese primarie sul prodotto è aumentata di 0,4 punti percentuali (al 46,8 per cento), quella delle entrate di 0,9 punti (al 46,2). La spesa per interessi è rimasta sostanzialmente stabile, nell'ordine del 3 per cento del PIL.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è aumentato di 4,7 punti nella media dell'area dell'euro, al 92,7 per cento; consolidando i prestiti a sostegno dei paesi in difficoltà della UEM, tale rapporto è stato pari al 90,6 per cento (87,3 nel 2011). In alcuni paesi l'incidenza del debito pubblico sul prodotto è cresciuta in misura particolarmente ampia: circa 15 punti percentuali in Portogallo, Cipro e Spagna. In questi ultimi, l'incremento ha risentito in misura significativa del divario tra onere medio del debito e crescita del PIL nominale e, in Spagna e a Cipro, anche di alcune operazioni a sostegno del sistema finanziario. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto è diminuito solo in Grecia, riflettendo in particolare la ristrutturazione del debito realizzata nella primavera del 2012 con il coinvolgimento dei creditori privati (cfr. il riquadro: *Il coinvolgimento del settore privato nella risoluzione della crisi greca*, in *Bollettino economico*, n. 68, 2012).

Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà. – Nel 2012 sono proseguiti i programmi di supporto a Grecia, Irlanda e Portogallo, finanziati attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF) e lo European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) e, per l'Irlanda, anche attraverso prestiti bilaterali (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio nella Relazione sull'anno 2011*). È stato approvato il programma di assistenza alla Spagna il cui finanziamento è stato affidato all'ESM, meccanismo operativo dallo scorso ottobre. Nella primavera di quest'anno è stato predisposto un piano di aiuti per Cipro. Nel 2012, nel complesso dei vari programmi di sostegno, sono stati erogati prestiti da paesi e istituzioni europee e dal Fondo monetario internazionale (FMI) per un ammontare di circa 198 miliardi di euro; circa 23 miliardi sono stati versati nei primi mesi del 2013: il totale erogato a partire dal 2010 ha così raggiunto circa 362 miliardi (tav. 6.2).

L'ESM è il meccanismo permanente per il sostegno finanziario dei paesi dell'area dell'euro in difficoltà che gradualmente sostituirà l'EFSF. La sua dotazione di capitale è pari a 700 miliardi, di cui 620 in forma di capitale richiamabile e 80 costituiti da capitale versato. Come stabilito a marzo del 2012 dall'Eurogruppo, la corresponsione di quest'ultimo da parte dei paesi dell'area avviene attraverso cinque versamenti di pari importo: due sono stati effettuati nel 2012 e una terza tranche nel primo quadrimestre del 2013; i restanti versamenti avverranno a ottobre del 2013 e ad aprile del 2014. All'ESM era stato attribuito il più alto merito creditizio da parte delle agenzie di rating che l'hanno valutato; tuttavia a novembre del 2012 l'agenzia Moody's ha abbassato la sua valutazione da Aaa a Aa1, a seguito dell'analoga decisione adottata per la Francia. A giugno del 2012 l'Euro Summit ha proposto l'ampliamento delle finalità per l'utilizzo dei fondi dell'ESM, includendovi la ricapitalizzazione diretta degli istituti bancari, una volta realizzata l'integrazione a livello europeo della vigilanza sugli istituti di credito. L'ESM ha iniziato a emettere titoli nel 2013, raccogliendo quasi 22 miliardi nei primi mesi dell'anno. Le operazioni di raccolta sul mercato, secondo la decisione dell'Eurostat del 31 gennaio 2013, accrescono il debito dell'ESM e non quello dei paesi partecipanti al capitale.

Lo scorso anno la Grecia ha ricevuto prestiti per circa 110 miliardi, nell'ambito del secondo programma di sostegno (definito a marzo del 2012) che ha sostituito quello sottoscritto a maggio del 2010. Dal 2010 ai primi mesi del 2013, considerando entrambi i piani, la Grecia ha ricevuto prestiti per circa 198 miliardi (un valore poco superiore al suo PIL nel 2012), quasi il 90 per cento dei quali è stato messo a disposizione dagli altri paesi dell'area dell'euro con prestiti bilaterali o attraverso l'EFSF; la quota restante è stata invece fornita dall'FMI (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale*).

A fronte del deteriorarsi delle prospettive macroeconomiche e delle difficoltà nell'attuazione del secondo programma di sostegno, a novembre del 2012 l'Eurogruppo ha concordato alcune misure per rendere meno gravose le condizioni relative al supporto finanziario ricevuto dalla Grecia. In particolare sono stati decisi: la riduzione di 100 punti base dei tassi di interesse sui prestiti bilaterali; l'allungamento di 15 anni delle scadenze di tutti i prestiti e una dilazione di 10 anni per il pagamento degli interessi su quelli

concessi dall'EFSF; il versamento alla Grecia di un ammontare pari ai profitti realizzati dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro sulle obbligazioni contenute nel portafoglio del Securities Markets Programme; la riduzione di alcune commissioni sui prestiti erogati dall'EFSF. Dopo la ristrutturazione del debito realizzata nella primavera del 2012, la Grecia ha portato a termine lo scorso dicembre un'operazione di riacquisto di titoli di debito di propria emissione; tale operazione ha determinato, secondo le valutazioni ufficiali, una diminuzione del debito pubblico nell'ordine di dieci punti percentuali del prodotto (cfr. il riquadro: I recenti accordi sul secondo piano di assistenza finanziaria alla Grecia, in Bollettino economico, n. 71, 2013).

Tavola 6.2

Dettaglio del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1) (miliardi di euro)						
VOCI	2010	2011	2012	2013 (gen.-mag.) (2)	Totale fino a maggio 2013	Totale del piano di sostegno
IRLANDA						
Prestiti bilaterali	0,0	0,5	2,5	0,5	3,4	4,8
EFSF	0,0	7,6	4,4	0,8	12,8	17,7
EFSM	0,0	13,9	7,8	0,0	21,7	22,5
FMI	0,0	12,8	6,4	1,0	20,2	22,5
Totale	0,0	34,7	21,1	2,2	58,1	67,5 (3)
PORTOGALLO						
EFSF	–	6,9	11,3	0,8	19,0	26,0
EFSM	–	14,1	8,0	0,0	22,1	26,0
FMI	–	13,0	8,2	0,8	22,0	26,0
Totale	–	34,0	27,5	1,6	63,1	78,0
GRECIA						
Primo piano di sostegno						
Prestiti bilaterali	21,0	31,9	–	–	52,9	52,9
FMI	10,5	9,6	–	–	20,1	20,1
Totale	31,5	41,5	–	–	73,0	73,0 (4)
Secondo piano di sostegno						
EFSF	–	–	108,2	11,8	120,0	144,6 (5)
FMI	–	–	1,7	3,2	4,9	28,0
Totale	–	–	109,8	15,0	124,9	172,6
SPAGNA						
ESM	–	–	39,5	1,9	41,3	100,0
Totale	–	–	39,5	1,9	41,3	100,0
CIPRO						
ESM	–	–	–	2,0	2,0	9,0
FMI	–	–	–	0,1	0,1	1,0
Totale	–	–	–	2,1	2,1	10,0

Fonte: per i prestiti bilaterali all'Irlanda, National Treasury Management Agency; per i prestiti concessi dall'EFSF, sito internet dell'EFSF; per i prestiti erogati dall'EFSM, Commissione europea, *Investor presentation*, 19 aprile 2013; per i prestiti dell'FMI non inclusi nel primo piano di sostegno alla Grecia, comunicati stampa dell'FMI diffusi in occasione di ogni erogazione; per il primo piano di sostegno alla Grecia, Commissione europea, *The second economic adjustment programme for Greece*, marzo 2012; per i prestiti dell'ESM, comunicati stampa dell'ESM.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) L'ammontare del sostegno finanziario erogato nell'anno in corso tiene conto dei dati disponibili al 23 maggio. – (3) Il dato non include i 17,5 miliardi a carico dell'Irlanda costituiti da fondi dell'Irish Treasury e del National Pensions Reserve Fund. – (4) 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. – (5) 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.

Nell'ambito del piano di sostegno definito nel 2010, l'Irlanda ha ricevuto risorse per 21,1 miliardi nel 2012 e per ulteriori 2,2 nei primi mesi del 2013. Dall'inizio del programma i prestiti complessivamente erogati a questo paese ammontano a circa 58

miliardi (36 per cento del suo PIL del 2012): 21,7 miliardi sono stati messi a disposizione dalla Commissione europea mediante l'EFSM, circa 20 dall'FMI, 12,8 dall'EFSF e quasi 3,5 sulla base di accordi bilaterali dell'Irlanda con Regno Unito, Svezia e Danimarca.

Anche il programma in favore del Portogallo, definito a maggio del 2011, è continuato nel corso del 2012 e dei primi mesi del 2013, con prestiti per un ammontare pari, rispettivamente, a 27,5 e 1,6 miliardi. Questi contributi hanno portato il totale del sostegno finanziario in favore di questo paese a circa 63 miliardi (pari al 38 per cento del suo PIL del 2012); tale somma è stata messa a disposizione in quote di importo analogo dall'EFSM e dall'FMI e in misura leggermente inferiore dall'EFSF.

Complessivamente, nel corso del 2012 e nei primi mesi del 2013, l'EFSF ha concesso finanziamenti per oltre 137 miliardi in favore di Grecia, Irlanda e Portogallo, a fronte di emissioni di titoli per circa 200 miliardi. Nello scorso anno l'EFSM ha emesso titoli per circa 16 miliardi per finanziare prestiti a Irlanda e Portogallo.

A seguito della richiesta del governo spagnolo, a luglio del 2012 l'Eurogruppo ha deciso di concedere assistenza finanziaria a questo paese, per il tramite dell'ESM, per un ammontare massimo di 100 miliardi. Il sostegno finanziario, erogato al governo e finalizzato alla ricapitalizzazione di alcuni istituti bancari, è subordinato a specifiche condizioni relative alla situazione dei singoli intermediari finanziari, all'attuazione di riforme strutturali del settore bancario nel suo complesso e alla conformità delle operazioni con la normativa europea sugli aiuti di Stato. Una riserva di risorse aggiuntive (*contingent facility*) di 30 miliardi, che era stata costituita presso l'EFSF per affrontare eventuali urgenti criticità del sistema bancario spagnolo, è stata dismessa dopo l'erogazione della prima tranche di aiuti da parte dell'ESM.

Tra marzo e aprile del 2013 il governo cipriota ha raggiunto un accordo con le istituzioni europee e con l'FMI per un piano di aiuti per un ammontare complessivo di circa 10 miliardi (pari al 56 per cento del suo PIL del 2012). Alla fine di aprile l'ESM ha approvato un piano preliminare per la concessione di finanziamenti fino a 9 miliardi; il 15 maggio l'FMI ha stabilito la concessione di un prestito per l'ulteriore miliardo e l'immediata erogazione di una prima quota di 86 milioni. Gli accordi prevedono una ristrutturazione del sistema bancario con il coinvolgimento di azionisti, obbligazionisti e titolari di depositi (con l'eccezione di quelli di importo inferiore a 100.000 euro). A tali interventi si aggiunge un programma di riforme strutturali, privatizzazioni e consolidamento di bilancio.

Nel complesso l'ESM ha concesso, dall'inizio della sua operatività ai primi mesi del 2013, prestiti per 43,3 miliardi. In particolare, alla Spagna sono stati destinati 41,3 miliardi (circa il 4 per cento del suo PIL del 2012), di cui 39,5 erogati nel dicembre del 2012 e 1,9 nello scorso febbraio; una prima tranche di prestiti a favore di Cipro (2 miliardi) è stata erogata lo scorso 13 maggio e una seconda quota, di circa un miliardo, dovrebbe essere versata entro la fine di giugno.

Le prospettive. – Secondo le previsioni della Commissione europea nel 2013 l'indebitamento netto dell'area dell'euro diminuirebbe di ulteriori 0,8 punti percentuali del prodotto, al 2,9 per cento (tav. 6.1).

Le riduzioni più significative dell'indebitamento netto sono attese in Grecia e Spagna. Al contrario, il peggioramento più consistente del saldo è previsto per la Slovenia. Dei cinque paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dei

quali il Consiglio della UE ha fissato il 2013 quale termine per la correzione (Austria, Francia, Paesi Bassi, Slovacchia e Slovenia), solo Austria e Slovacchia registrerebbero un disavanzo non superiore al 3 per cento del loro prodotto.

Nel 2013 l'incidenza delle entrate sul prodotto aumenterebbe di 0,6 punti percentuali del PIL, al 46,8 per cento. Le spese diminuirebbero di 0,2 punti, al 49,7 per cento: quelle in conto capitale scenderebbero di 0,6 punti, quelle primarie correnti aumenterebbero di 0,4. Il saldo primario migliorerebbe di 0,8 punti, raggiungendo un avanzo pari allo 0,2 per cento del prodotto. Il debito continuerebbe a crescere, passando dal 92,7 per cento del PIL del 2012 al 95,5 per cento.

Per il 2014, in assenza di ulteriori interventi rispetto a quelli già definiti, la Commissione europea stima che il disavanzo medio dell'area si riduca marginalmente rispetto all'anno in corso, al 2,8 per cento del prodotto. L'incidenza del debito pubblico sul PIL raggiungerebbe il 96,0 per cento.

Nel periodo 2008-2010 l'orientamento di politica di bilancio per l'area dell'euro, misurato in termini di variazione del saldo primario corretto per il ciclo, è stato espansivo (con un massimo di quasi due punti nel 2009); è stato invece restrittivo nel biennio 2011-12 (quasi due punti nel 2011). In quest'ultimo periodo le spese primarie si sono ridotte in termini reali del 4,5 per cento (utilizzando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo come deflatore); in particolare, la spesa per investimenti è diminuita anche in termini nominali (circa il 14 per cento). Nelle previsioni della Commissione europea, l'orientamento continuerebbe a essere restrittivo nel 2013 e sarebbe sostanzialmente neutrale nel 2014. L'avanzo primario corretto per il ciclo economico, pari a 0,9 punti nel 2007, sarebbe di 1,7 punti nell'anno in corso.

Il dibattito sulla strategia di consolidamento. – Il prolungarsi della crisi economica e il persistere di prospettive sfavorevoli hanno alimentato un acceso dibattito sulla strategia di consolidamento di bilancio da perseguire. Da più parti è stato auspicato un differimento o una maggiore gradualità della correzione dei conti pubblici, per evitare effetti recessivi che gravino troppo sulla già fragile congiuntura economica.

Numerosi contributi, teorici ed empirici, hanno mostrato che gli effetti recessivi del consolidamento tendono a prevalere; questi ultimi sarebbero maggiori in fasi cicliche negative caratterizzate, come quella attuale, da tassi di politica monetaria prossimi allo zero, restrizioni del credito e vincoli di liquidità stringenti per famiglie e imprese. Gli impulsi recessivi, inoltre, sarebbero più marcati in presenza di correzioni di bilancio simultanee in paesi legati da intensi rapporti commerciali.

Tali effetti sono potenzialmente rilevanti in un'area fortemente integrata come quella dell'euro. La loro entità è però contenuta con riferimento ai singoli paesi. Ad esempio, si può valutare che, a parità di altre condizioni, un punto in più di crescita in Germania determini nello stesso anno un aumento delle esportazioni dell'Italia inferiore allo 0,1 per cento del PIL.

Non vi è tuttavia accordo, anche per la diversità degli approcci metodologici, sulla dimensione dei moltiplicatori di bilancio, indicatori che forniscono una stima sintetica dell'impatto delle misure di bilancio sulle variabili macroeconomiche. Secondo alcune valutazioni, gli effetti recessivi delle manovre potrebbero essere così ampi da innalzare il rapporto tra il debito e il prodotto nel breve periodo qualora siano sufficientemente elevati il moltiplicatore della politica di bilancio, il livello del debito e l'elasticità del

saldo di bilancio al prodotto. Secondo stime della Commissione europea basate sui dati di bilancio del 2011, il livello del moltiplicatore sopra il quale il consolidamento risulterebbe controproducente varia da un minimo di 0,5 per la Grecia a un massimo di 2,8 per l'Estonia; per l'Italia esso è pari a 0,6. Queste soglie sono in genere superiori ai valori di consenso dei moltiplicatori stimati con riferimento a situazioni normali.

I paesi caratterizzati da alti livelli di debito pubblico o privato, fragilità del sistema bancario e finanziario o rilevanti squilibri nei conti con l'estero sono particolarmente esposti al rischio di crisi di fiducia. Tempestive misure correttive sono quindi necessarie per segnalare la determinazione a perseguire nel medio periodo livelli di disavanzo e di debito sostenibili, in particolare nel caso di paesi la cui esperienza storica è caratterizzata da carenze istituzionali e da una debole disciplina di bilancio.

Va inoltre considerato che l'impatto delle politiche di consolidamento dipende oltre che dalla credibilità e dall'adeguatezza della loro durata, anche dalla composizione. Nel breve periodo una riduzione degli acquisti di beni e servizi e delle spese per investimenti tende ad avere effetti più recessivi (a meno che non si intervenga sui prezzi e non sulle quantità) dei tagli ai trasferimenti e degli inasprimenti di imposta. Il divario nell'impatto sull'attività economica è più ampio se questi ultimi sono concentrati sulle fasce con redditi più alti e non soggette a vincoli di liquidità. Nel medio e lungo termine, tuttavia, gli inasprimenti di imposta generano distorsioni nell'allocazione delle risorse che riducono il potenziale di crescita dell'economia (per una discussione dell'impatto macroeconomico delle misure restrittive introdotte in Italia, cfr. il paragrafo del capitolo 13: *La politica di bilancio per il 2012: obiettivi e risultati*).

La riforma della governance europea

L'ampio processo di riforma della governance economica europea, avviato a marzo del 2010 in risposta all'emergere delle tensioni finanziarie, si è intensificato soprattutto tra la fine del 2011 e i primi mesi del 2012, in seguito all'acuirsi della crisi del mercato dei titoli del debito sovrano di diversi paesi dell'area dell'euro (cfr. il paragrafo del capitolo 6: *La riforma della governance europea* nella Relazione sull'anno 2011). Nel 2012 le istituzioni europee hanno annunciato, e in alcuni casi approvato, varie misure che, oltre a ridare fiducia agli investitori nel breve termine, si pongono l'obiettivo di rafforzare l'intera costruzione dell'Unione.

Nel 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 nella UEM. Nella parte nota come *fiscal compact*, il Trattato mira a rafforzare la disciplina di bilancio; in particolare, impegna i paesi firmatari a inserire nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale, una norma che preveda il raggiungimento e il mantenimento del pareggio o di un avanzo di bilancio in termini strutturali e un meccanismo automatico di correzione in caso di scostamento. Il Trattato è entrato in vigore dal 1° gennaio 2013 per tutti i paesi dell'area dell'euro, con l'eccezione di Belgio, Malta e Paesi Bassi, che non l'hanno ancora ratificato; entrerà in vigore il 1° giugno in Lussemburgo. L'Italia ha dato seguito agli impegni presi nel *fiscal compact* con la riforma costituzionale dell'aprile 2012 e con l'approvazione della sua legge attuativa nel successivo dicembre (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *La riforma costituzionale sul pareggio di bilancio*).

Le proposte di regolamento della Commissione europea, note come *two-pack* (cfr. il paragrafo del capitolo 6: *La riforma della governance europea* nella Relazione sull'anno 2011), sono state approvate con alcune modifiche dal Parlamento europeo a marzo del 2013 e dal Consiglio della UE lo scorso 13 maggio. Le norme riguardano in particolare i paesi in situazione di disavanzo eccessivo, che si trovano in gravi difficoltà finanziarie o che richiedono assistenza finanziaria su base precauzionale.

Il primo regolamento conferisce alla Commissione europea il potere di porre sotto sorveglianza rafforzata gli Stati membri dell'area dell'euro che ricevono assistenza finanziaria su base precauzionale e quelli la cui stabilità finanziaria è a rischio e che possono generare esternalità negative per gli altri Stati dell'area. Tali paesi sono tenuti a concordare con le istituzioni europee le misure da adottare per contenere i rischi per la stabilità finanziaria; alla Commissione è assegnato il potere di condurre missioni per valutare lo stato di attuazione di tali misure. Il regolamento disciplina anche il programma di aggiustamento macroeconomico per i paesi che richiedono sostegno finanziario (su base non precauzionale); in particolare, il programma deve tener conto del fabbisogno finanziario derivante da alcuni interventi di politica economica ritenuti fondamentali (come quelli riguardanti istruzione e sanità). I paesi sottoposti a sorveglianza rafforzata o coinvolti in un programma di aggiustamento macroeconomico si impegnano, ove necessario, a migliorare l'efficienza e l'efficacia della riscossione dei tributi e a rafforzare la lotta contro l'evasione fiscale.

Il secondo regolamento definisce un calendario comune per la predisposizione dei documenti programmatici di bilancio. Il piano di bilancio a medio termine e il piano di bilancio annuale, che gli Stati membri dell'area dell'euro sono tenuti a presentare rispettivamente entro il 30 aprile e il 15 ottobre di ogni anno, devono essere basati su previsioni macroeconomiche prodotte o approvate da organismi nazionali indipendenti. Alla Commissione è attribuito il potere di richiedere ai governi nazionali un nuovo piano annuale qualora riscontri il rischio di una grave violazione del Patto di stabilità e crescita. Il regolamento disciplina inoltre le funzioni degli organismi indipendenti per il monitoraggio delle regole di bilancio e impegna gli Stati membri dell'area a comunicare in via preliminare alla Commissione e all'Eurogruppo i piani di emissione di titoli di Stato. È previsto inoltre un più ampio monitoraggio per i paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi; tali paesi devono presentare alle istituzioni europee un programma di partnership economica contenente le misure necessarie ad assicurare la stabile correzione del disavanzo e inviare periodicamente rapporti sullo stato di attuazione del programma stesso. Il two-pack dovrebbe essere applicato per la prima volta alle leggi di bilancio nazionali relative al 2014, le cui proposte dovranno essere presentate alla Commissione entro ottobre del 2013.

Nel 2012 le principali istituzioni europee hanno avanzato alcune proposte indirizzate a rafforzare la capacità della UEM di affrontare la presente crisi ed eventuali shock futuri. Un primo rapporto, elaborato dal Presidente del Consiglio europeo, in collaborazione con i presidenti della Commissione europea, dell'Eurogruppo e della BCE, è stato presentato a giugno del 2012: il documento propone una maggiore integrazione nel campo finanziario, delle politiche di bilancio ed economiche e una rafforzata legittimazione democratica del processo decisionale europeo. La versione definitiva del rapporto *Verso un'autentica Unione economica e monetaria*, presentata lo scorso dicembre, indica gli interventi necessari a realizzare questi obiettivi. Lo scorso novembre la Commissione ha presentato il rapporto *Un piano per un'Unione economica e monetaria autentica e approfondita*, che contiene proposte concrete per il rafforzamento della UEM e ne specifica i tempi di realizzazione.

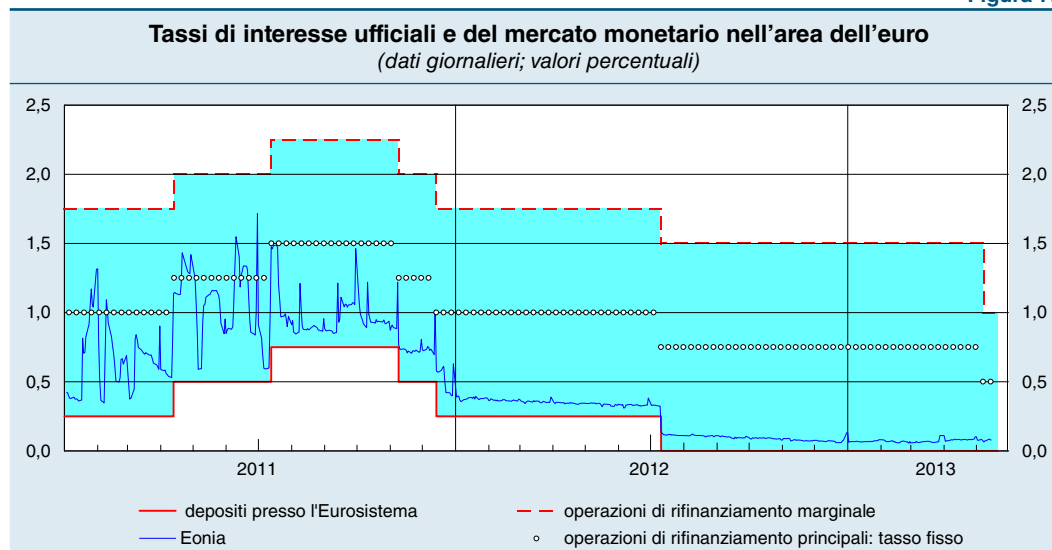
Le proposte formulate nei rapporti del Presidente del Consiglio europeo e della Commissione europea riguardano quattro ambiti. Per una maggiore integrazione in campo finanziario sono stati prospettati a livello europeo un meccanismo unico di supervisione bancaria e sistemi comuni di risoluzione delle crisi bancarie e di garanzia dei depositi con l'obiettivo, indicato dalla Commissione, di realizzare una piena unione bancaria nel lungo termine (cfr. il capitolo 3: La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari nella Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia sull'anno 2012). Per quanto riguarda le politiche di bilancio, è stata ribadita la necessità di utilizzare pienamente gli strumenti esistenti di governance europea; è stata inoltre proposta la creazione di un'autonoma

capacità di raccogliere risorse a livello di area dell'euro (fiscal capacity) per finanziare le riforme strutturali e rispondere a eventuali difficoltà dei paesi dell'area, anche attraverso interventi integrativi degli schemi nazionali di assicurazione contro la disoccupazione, così come ipotizzato nel documento del Presidente del Consiglio europeo. La Commissione ha inoltre proposto la costituzione, nel medio termine, di un fondo di ammortamento dei debiti pubblici dei paesi dell'area dell'euro (debt redemption fund) e, nel lungo termine, di una vera e propria unione di bilancio con un bilancio autonomo per l'area dell'euro, un dipartimento del Tesoro unico e la facoltà di emettere titoli comuni di debito. Per una maggiore integrazione delle politiche economiche, è stata proposta l'introduzione di uno strumento di convergenza e di competitività, che preveda accordi tra gli Stati membri dell'area e le istituzioni europee per la definizione e il cofinanziamento di riforme strutturali nazionali. Inoltre, la Commissione si è impegnata a valutare le modalità per conciliare i programmi di investimenti pubblici con la disciplina di bilancio prevista dalla parte preventiva del Patto di stabilità e crescita. Infine, viene incoraggiata una maggiore legittimazione democratica dei processi decisionali riguardanti la UEM.

7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

A fronte della debolezza del quadro congiunturale, della progressiva diminuzione dell'inflazione effettiva e attesa e delle gravi disfunzioni che hanno continuato a interessare i mercati finanziari, nel 2012 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha ulteriormente allentato le condizioni monetarie, riducendo i tassi di interesse ufficiali e adottando nuove misure non convenzionali volte a preservare l'uniformità della trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro (fig. 7.1). I tassi ufficiali sono stati di nuovo ridotti all'inizio di maggio di quest'anno.

Figura 7.1



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

Le forti tensioni che avevano colpito i mercati monetari e dei capitali italiani e di altri paesi dell'area dalla metà del 2011 si sono gradualmente ridotte nei primi mesi dell'anno scorso, anche a seguito delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con durata pari a tre anni condotte dall'Eurosistema. Le condizioni dei mercati finanziari sono tuttavia tornate a peggiorare nella primavera del 2012, riflettendo le crescenti preoccupazioni sulle prospettive di crescita nei paesi più esposti alla crisi (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*), l'incertezza politica seguita alle elezioni di maggio in Grecia e le difficoltà del sistema bancario spagnolo.

In giugno il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che avrebbe continuato a fornire liquidità mediante aste con soddisfacimento illimitato della domanda almeno fino alla metà di gennaio del 2013 e ha ampliato la gamma di attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di politica monetaria; nella riunione di inizio luglio ha ridotto i tassi di interesse ufficiali di 25 punti base, portando quello sulle operazioni di rifinan-

ziamento principali (ORP) allo 0,75 per cento e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema allo 0,0 per cento.

Le tensioni nei mercati finanziari si sono tuttavia acuite nella seconda metà di luglio. All'incertezza sulle prospettive economiche dell'area si è aggiunta la percezione di una scarsa coesione dei paesi membri nel processo di riforma della governance europea e nell'adeguamento dei meccanismi di gestione della crisi. I timori di reversibilità dell'Unione monetaria (il cosiddetto rischio di ridenominazione) hanno accentuato le distorsioni nei mercati del debito sovrano, ampliando i divari tra i tassi di rendimento di mercato dei titoli di Stato dei paesi colpiti dalle tensioni e i livelli coerenti con le condizioni di fondo dell'economia e della finanza pubblica (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Per l'Italia tale divario ha superato, secondo le nostre stime, i tre punti percentuali (cfr. il capitolo 15: *I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*).

Al fine di contrastare gli effetti di queste tensioni sul funzionamento e sull'uniformità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in agosto il Consiglio direttivo ha annunciato una nuova misura, le operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT) sul mercato secondario dei titoli di Stato, precisandone poi in settembre le modalità di attuazione (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*). Le OMT forniscono un meccanismo di sostegno per contrastare le gravi distorsioni nei mercati del debito sovrano dovute al rischio di ridenominazione; sono attivabili per i titoli dei paesi che aderiscono a un programma di aiuto finanziario europeo e ne rispettano le condizioni.

L'annuncio delle OMT si è immediatamente tradotto in un miglioramento delle condizioni dei mercati obbligazionari e azionari nei paesi interessati dalle tensioni e ha favorito una ripresa degli afflussi di capitali verso questi ultimi. A tali progressi hanno contribuito la credibilità acquisita dall'azione dei governi nazionali e le decisioni adottate a livello europeo nel corso della seconda parte del 2012, tra cui gli accordi sull'istituzione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, sull'assistenza finanziaria al sistema bancario spagnolo e sul rinnovo degli aiuti alla Grecia (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio* in questa Relazione e il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012).

Nei primi mesi del 2013 la riduzione delle tensioni nei mercati finanziari è stata influenzata in maniera solo transitoria dall'incertezza politica seguita alle elezioni in Italia e dalla crisi a Cipro (cfr. il capitolo 15: *I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*). Tuttavia, la dinamica e il costo del credito alle imprese e alle famiglie rimangono molto eterogenei tra i paesi dell'area. Ciò riflette le condizioni della domanda di credito, connesse con i divari nelle posizioni cicliche, ma anche quelle dell'offerta, influenzate dalla capacità dei rispettivi sistemi bancari di accedere alla raccolta sui mercati all'ingrosso e dal merito di credito della clientela bancaria, a sua volta legato agli andamenti congiunturali (cfr., per l'Italia, il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

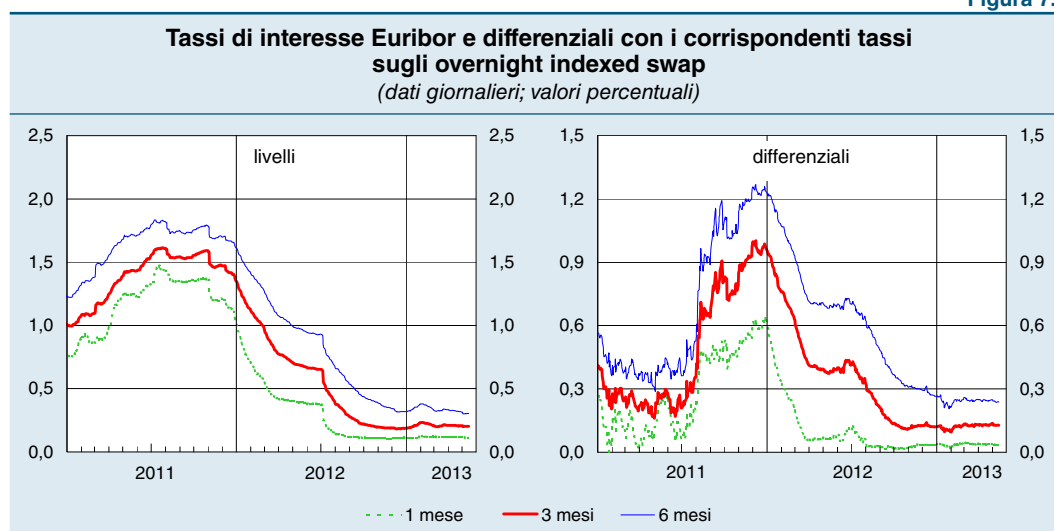
Tra la fine del 2012 e i primi mesi del 2013 il rallentamento dell'economia si è trasmesso anche ai paesi membri più solidi; le aspettative di inflazione a medio termine sono diminuite, portandosi su valori di poco superiori all'1,5 per cento (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). In questo contesto, nella riunione di maggio, il Consiglio direttivo ha ulteriormente ridotto il tasso sulle ORP di 25 punti base, allo 0,50 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti

base, all'1,0 per cento, mantenendo invariato allo 0,0 per cento il tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema. Ha inoltre annunciato che le operazioni di rifinanziamento continueranno a essere effettuate mediante aste con soddisfacimento illimitato della domanda fino a quando necessario e almeno fino all'inizio di luglio del 2014; ha comunicato di aver avviato consultazioni con le altre istituzioni europee su iniziative volte a promuovere il mercato degli asset-backed securities (ABS) garantiti da prestiti alle imprese; ha ribadito di essere comunque pronto ad agire ancora, sulla base della valutazione delle informazioni che si renderanno disponibili.

I tassi di interesse e il cambio dell'euro

I tassi di interesse a breve termine. – Durante il 2012 i tassi di interesse a breve termine sono ulteriormente diminuiti rispetto ai livelli già storicamente molto bassi osservati all'inizio dell'anno. Tale riduzione è attribuibile agli effetti delle misure adottate dal Consiglio direttivo nello scorcio del 2011 – in particolare l'impatto favorevole sulle tensioni nel mercato interbancario delle due ORLT a tre anni – e al taglio di 25 punti base dei tassi ufficiali deciso a luglio del 2012. A dicembre il tasso di interesse sui prestiti interbancari non garantiti (Euribor) a tre mesi ha raggiunto il minimo storico dello 0,18 per cento (1,4 per cento a dicembre del 2011; fig. 7.2); il differenziale con l'overnight indexed swap di pari scadenza, che fornisce una misura dei premi per il rischio sul mercato interbancario, si collocava attorno ai 10 punti base, circa 90 al di sotto dei valori osservati un anno prima. I divari tra i tassi overnight sui mercati nazionali e il tasso Eonia, che in alcuni paesi alla fine del 2011 avevano raggiunto livelli del tutto anomali, superiori al punto percentuale, si sono annullati.

Figura 7.2

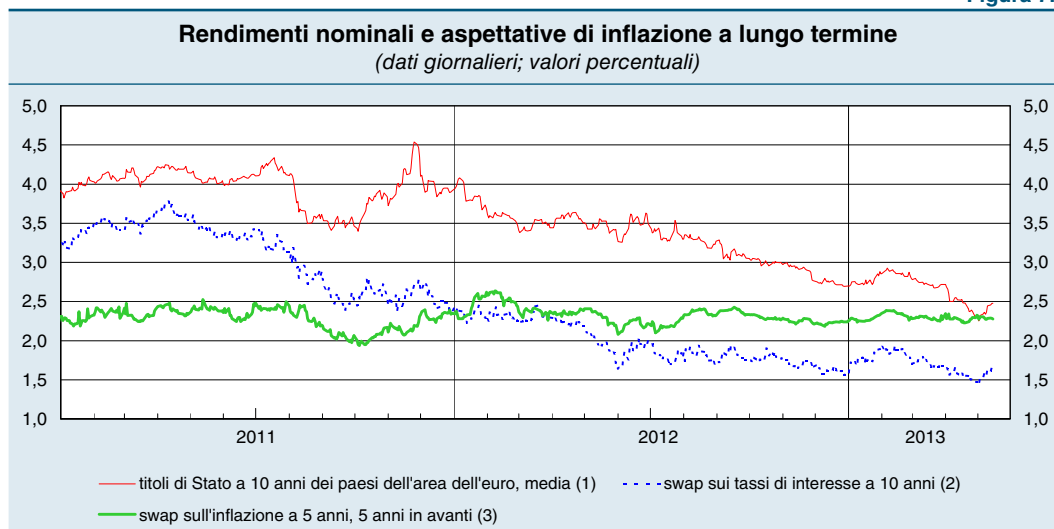


Fonte: Thomson Reuters Datastream.

I tassi di interesse reali a breve termine sono stati negativi per tutto il 2012; quello calcolato come differenza tra il tasso Euribor a tre mesi e le attese di inflazione di Consensus Economics per il trimestre successivo, si è ridotto fino a -2,0 per cento a settembre, per poi aumentare lievemente nell'ultima parte dell'anno e all'inizio del 2013 per effetto della diminuzione di tali attese.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi di interesse nominali a lungo termine in euro, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni, si sono gradualmente ridotti in primavera, per l'indebolimento dell'attività economica; sono poi rimasti su valori molto contenuti per tutto il resto dell'anno e nei primi mesi del 2013. All'inizio di maggio si collocavano all'1,5 per cento, livello minimo dall'avvio della terza fase della UEM (2,4 per cento alla fine del 2011; fig. 7.3).

Figura 7.3



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed 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 2011. – (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.

I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti nel corso del 2012 nella media dell'area, pur mostrando una elevata volatilità in alcuni paesi (cfr. i capitoli 2 e 15: *I mercati finanziari e valutari* e *I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*). Nei primi mesi dell'anno sono scesi in maniera generalizzata a seguito delle misure di sostegno alla liquidità adottate dal Consiglio direttivo e di quelle di contrasto alla crisi decise a livello europeo e dai singoli paesi membri. Nella primavera le tensioni sono tuttavia tornate ad acuirsi a seguito del peggioramento del quadro congiunturale e, in particolare, dell'intensificarsi dei timori di reversibilità dell'Unione monetaria. Nella seconda metà di luglio il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani a dieci anni e i corrispondenti Bund tedeschi si è innalzato fino a 540 punti base (da 310 nella media di marzo), poco al di sotto del picco toccato a novembre del 2011; per i titoli spagnoli il differenziale è salito fino a circa 640 punti base (da 330).

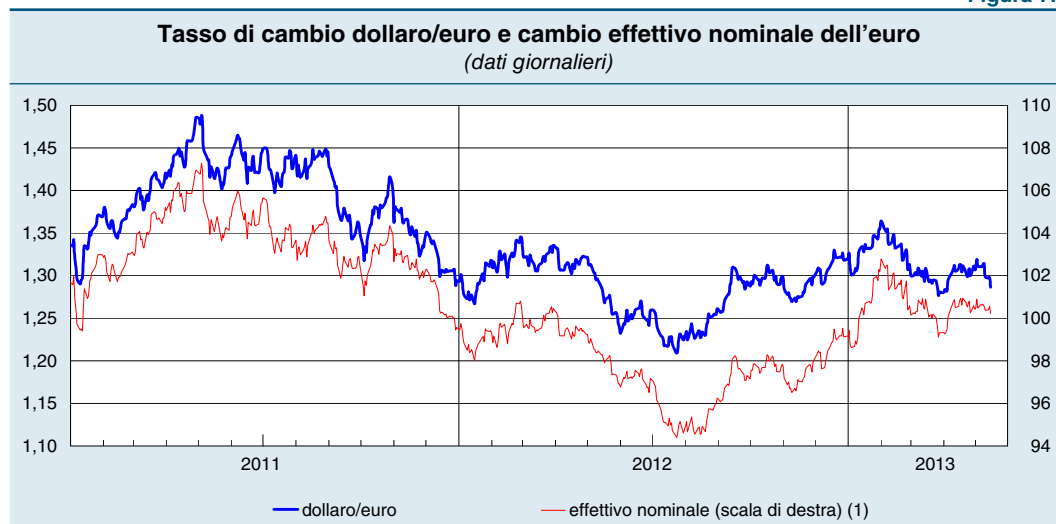
L'annuncio delle OMT e i progressi nella governance europea nella seconda parte del 2012 hanno contribuito alla riduzione del rischio di ridenominazione (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*). Nei primi mesi del 2013 i mercati hanno risentito solo temporaneamente e in misura contenuta dell'incertezza politica in Italia e della crisi a Cipro; alla metà di maggio i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e spagnoli e quelli tedeschi si collocavano rispettivamente a circa 260 e 300 punti base.

Nel 2012 le attese 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 mostrato oscillazioni contenute 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. – Nella prima parte del 2012 l'acuirsi del rischio di ridenominazione si è accompagnato a un graduale indebolimento dell'euro nei confronti delle principali valute internazionali; tra l'inizio dell'anno e la fine di luglio la valuta dell'area si è deprezzata di circa il 5 per cento sia verso il dollaro statunitense sia in termini effettivi nominali (fig. 7.4).

Figura 7.4

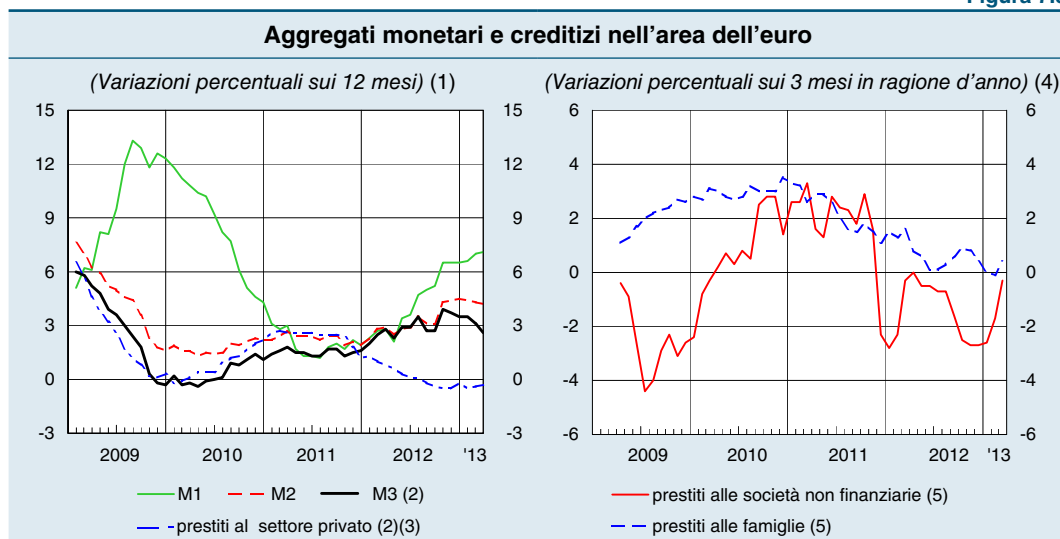


Fonte: BCE.
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento.

Tale tendenza si è successivamente invertita per effetto delle misure di contrasto alla crisi adottate nell'area e dell'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti e in Giappone (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Alla metà di maggio il cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e quello in termini effettivi nominali erano ritornati su valori prossimi a quelli dell'inizio del 2012.

La moneta e il credito

La moneta. – Nel corso del 2012 gli andamenti dell'aggregato monetario ampio M3 e delle sue componenti sono stati influenzati dalla debolezza della congiuntura e da riallocazioni di portafoglio indotte dalla riduzione dei rendimenti. Il ritmo di espansione di M3 è aumentato, pur rimanendo contenuto (3,5 per cento in dicembre, da 1,6 alla fine del 2011; fig. 7.5). L'accelerazione ha riguardato soprattutto i depositi a più breve scadenza, la cui crescita è stata sostenuta dalla preferenza per la liquidità da parte di tutti i settori detentori, in un contesto di bassi tassi di interesse e di elevata incertezza sui mercati finanziari. Nei primi mesi del 2013 M3 ha lievemente rallentato (2,6 per cento in marzo). L'eterogeneità negli andamenti dei contributi nazionali alla crescita di M3 dell'area si è fortemente attenuata nell'ultima parte del 2012, a seguito della graduale accelerazione della moneta nei paesi più esposti alla crisi dai valori molto negativi osservati nei mesi precedenti.



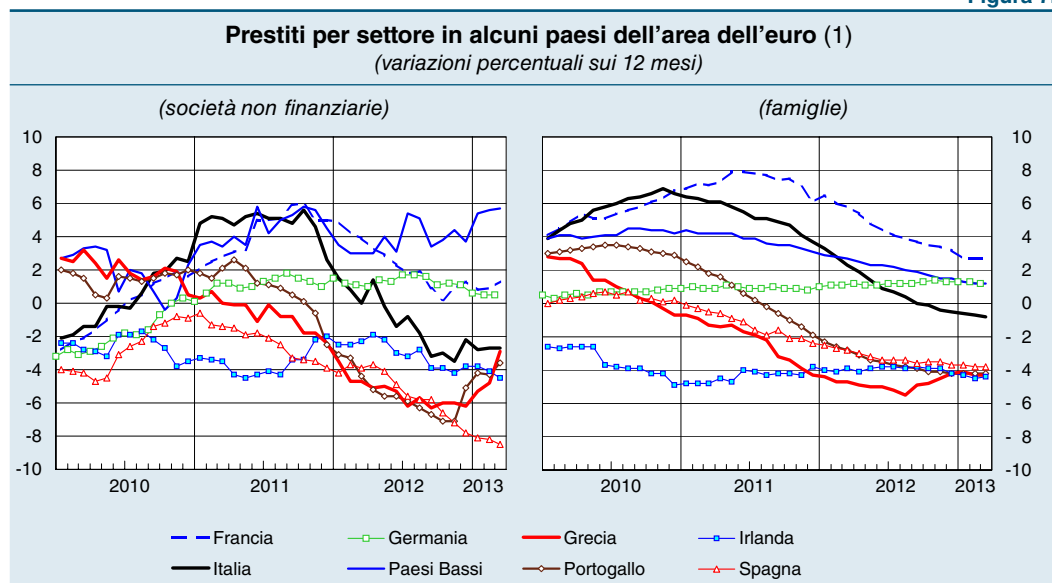
Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) A partire da giugno del 2010 i dati sono basati sulle definizioni di M3 e dei prestiti al settore privato adottate dalla BCE nel settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi da tali aggregati i pronti contro termine con le controparti centrali. – (3) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (5) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni; dati disponibili da gennaio 2009.

Il credito. – Nel 2012 la crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è gradualmente diminuita, diventando negativa da agosto e collocandosi a -0,2 per cento in dicembre (da 1,2 alla fine del 2011). Vi hanno contribuito la marcata riduzione della dinamica dei prestiti alle società non finanziarie (-1,3 per cento in dicembre, da 1,4 alla fine del 2011) e quella più contenuta del credito alle famiglie (0,7 per cento in dicembre, da 2,0 alla fine del 2011). In termini congiunturali, il tasso di variazione sui tre mesi dei prestiti alle imprese si è mantenuto negativo per tutto il 2012 (-2,7 per cento in dicembre, al netto della stagionalità e in ragione d'anno), mentre per quello del credito alle famiglie è proseguita la tendenza al ribasso iniziata nel 2011. La contrazione dei prestiti alle imprese si è attenuata nei primi mesi del 2013.

Il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese e quello sui nuovi mutui alle famiglie si sono ridotti nel corso del 2012 di circa 80 e 60 punti base, rispettivamente. Per entrambi, la diminuzione è proseguita anche nei primi mesi del 2013: in marzo il tasso sui nuovi prestiti alle imprese si è collocato al 2,6 per cento, quello sui nuovi mutui alle famiglie al 3,1 per cento.

Il grado di eterogeneità tra i paesi dell'area degli andamenti del credito al settore privato e del costo dei finanziamenti si è attenuato nel corso del 2012 e della prima parte del 2013, pur mantenendosi su livelli elevati. Tale eterogeneità riflette, oltre alle diverse posizioni cicliche, la frammentazione dei mercati finanziari connessa con la crisi del debito sovrano. Dopo il forte aumento nei due anni precedenti, nel 2012 la dispersione tra paesi dei tassi di crescita dei prestiti alle famiglie si è gradualmente ridotta; quella relativa ai prestiti alle imprese si è stabilizzata, grazie alla ripresa del credito in alcuni degli Stati più colpiti dalla crisi (fig. 7.6). Nella seconda metà dell'anno, dopo l'annuncio delle OMT, si è inoltre ridotta la dispersione dei tassi di interesse sui nuovi prestiti alle famiglie, mentre si è arrestato l'aumento di quella relativa al costo dei nuovi prestiti alle imprese.



Fonte: BCE.

(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

Nostre analisi – basate su una metodologia econometrica che consente di valutare l'effetto di shock reali e finanziari su un numero elevato di variabili macroeconomiche individuando un numero ristretto di fattori comuni latenti – confermano che le tensioni sui mercati del debito sovrano avrebbero determinato, limitatamente ai paesi dell'area più colpiti dalle turbolenze finanziarie, un significativo aumento del costo della raccolta bancaria e, di conseguenza, di quello sui nuovi prestiti alle imprese e alle famiglie nonché una marcata contrazione del credito e della moneta M3. L'impatto sull'attività economica sarebbe stato, al contrario, esteso a tutti i paesi, per effetto degli stretti legami commerciali all'interno dell'area; in quelli non direttamente colpiti dalle tensioni la crescita avrebbe risentito della riduzione delle esportazioni verso le economie più esposte alla crisi e del deterioramento del grado di fiducia di imprese e famiglie.

Secondo le risposte fornite dagli intermediari intervistati nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), la domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie si sarebbe mantenuta debole per tutto il 2012, principalmente per la scarsa richiesta di credito per investimenti e, nei paesi meno interessati dalle tensioni sul debito sovrano, per il maggior ricorso a fonti di finanziamento alternative. Il grado di restrizione delle condizioni di offerta sarebbe gradualmente diminuito nella seconda metà dell'anno, a seguito del minor impatto negativo dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio delle banche dopo le ORLT a tre anni e l'annuncio delle OMT. Il deterioramento del quadro macroeconomico e il maggior rischio di credito avrebbero tuttavia continuato a incidere negativamente sulle condizioni di offerta, soprattutto con riferimento al costo dei prestiti più rischiosi.

Nostre analisi econometriche, basate sulle risposte delle banche italiane alla Bank Lending Survey, consentono di quantificare il contributo dei fattori di domanda e di offerta alla dinamica del costo del credito alle imprese e alle famiglie del nostro paese durante la crisi del debito sovrano. I risultati confermano che in Italia gli aumenti dei tassi di interesse sui prestiti registrati fino a metà del 2012 sono quasi interamente riconducibili agli andamenti dello spread sui titoli sovrani e agli effetti che i timori di possibili spirali negative tra rischio sovrano, debolezza della domanda e fragilità delle banche hanno avuto sulle condizioni di raccolta degli intermediari e sulla rischiosità percepita della clientela. Stimiamo che tra la metà del 2010 e la metà del 2012, prima dell'annuncio delle OMT,

L'ampliamento del differenziale di rendimento tra i BTP e i Bund tedeschi abbia determinato un aumento del costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e dei nuovi mutui alle famiglie pari a circa 170 e 120 punti base, rispettivamente.

La restrizione creditizia ha colpito tutte le imprese. Quelle di dimensioni minori ne hanno tuttavia risentito in maniera più intensa perché la loro rischiosità dipende maggiormente dalla fase ciclica e la loro capacità di ricorrere a fonti di finanziamento alternative al credito bancario è limitata. Dopo il forte aumento registrato nella fase più acuta della crisi del debito sovrano, nel 2012 il differenziale di tasso tra i nuovi prestiti a breve termine alle imprese dell'area fino a un milione di euro e quelli di importo maggiore ha oscillato attorno a un valore di poco superiore ai 150 punti base, circa 70 al di sopra della media osservata tra il 2003 e il 2009. Con riferimento al 2012 le più accentuate difficoltà di accesso al credito bancario da parte delle imprese minori, rispetto a quelle di dimensioni maggiori, sono messe in luce anche dai risultati dell'indagine semestrale della BCE *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*.

Le operazioni di politica monetaria

Nel 2012 e nei primi mesi del 2013 le condizioni del mercato monetario sono rimaste distese per effetto dell'abbondante eccesso di liquidità presente nel sistema bancario e degli annunci da parte della BCE che la modalità di piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema rimarrà in vigore fino a quando ritenuto necessario.

La liquidità immessa dall'Eurosistema è aumentata considerevolmente a seguito delle due ORLT a tre anni regolate il 22 dicembre 2011 e il 1° marzo 2012 (tav. 7.1 e fig. 7.7; cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2011). Attraverso queste due operazioni sono stati forniti al sistema bancario dell'area finanziamenti per circa 1.000 miliardi (oltre 500 al netto del minor ricorso alle altre operazioni); la Banca d'Italia ha erogato alle proprie controparti poco più di 250 miliardi (circa 140 netti). Gli intermediari hanno nel contempo ridotto significativamente il ricorso alle ORP, alle ORLT a tre mesi e a quelle con durata speciale pari al periodo di mantenimento.

L'ampio eccesso di liquidità si è necessariamente tradotto in un aumento dei fondi detenuti dalle banche presso l'Eurosistema. In una prima fase ciò è avvenuto con un consistente ricorso alla deposit facility, che ha raggiunto un massimo storico di poco meno di 830 miliardi all'inizio di marzo. Da luglio, quando il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi ufficiali portando allo 0,0 per cento quello sulla deposit facility, parte della liquidità in eccesso è stata mantenuta dagli intermediari nei conti correnti presso l'Eurosistema sotto forma di riserve non remunerate. La liquidità in eccesso, pur rimanendo ampia, si è lievemente ridotta nell'ultima parte del 2012 e in maniera più decisa nei primi mesi del 2013 a seguito della progressiva restituzione anticipata di circa un quarto dei fondi ottenuti nelle due ORLT a tre anni (opzione sinora esercitata per importi molto contenuti dagli intermediari italiani). Durante il 2012 e nei primi mesi di quest'anno le condizioni di liquidità estremamente accomodanti hanno sistematicamente mantenuto il tasso Eonia circa 65 punti base al di sotto di quello sulle ORP (tav. 7.1).

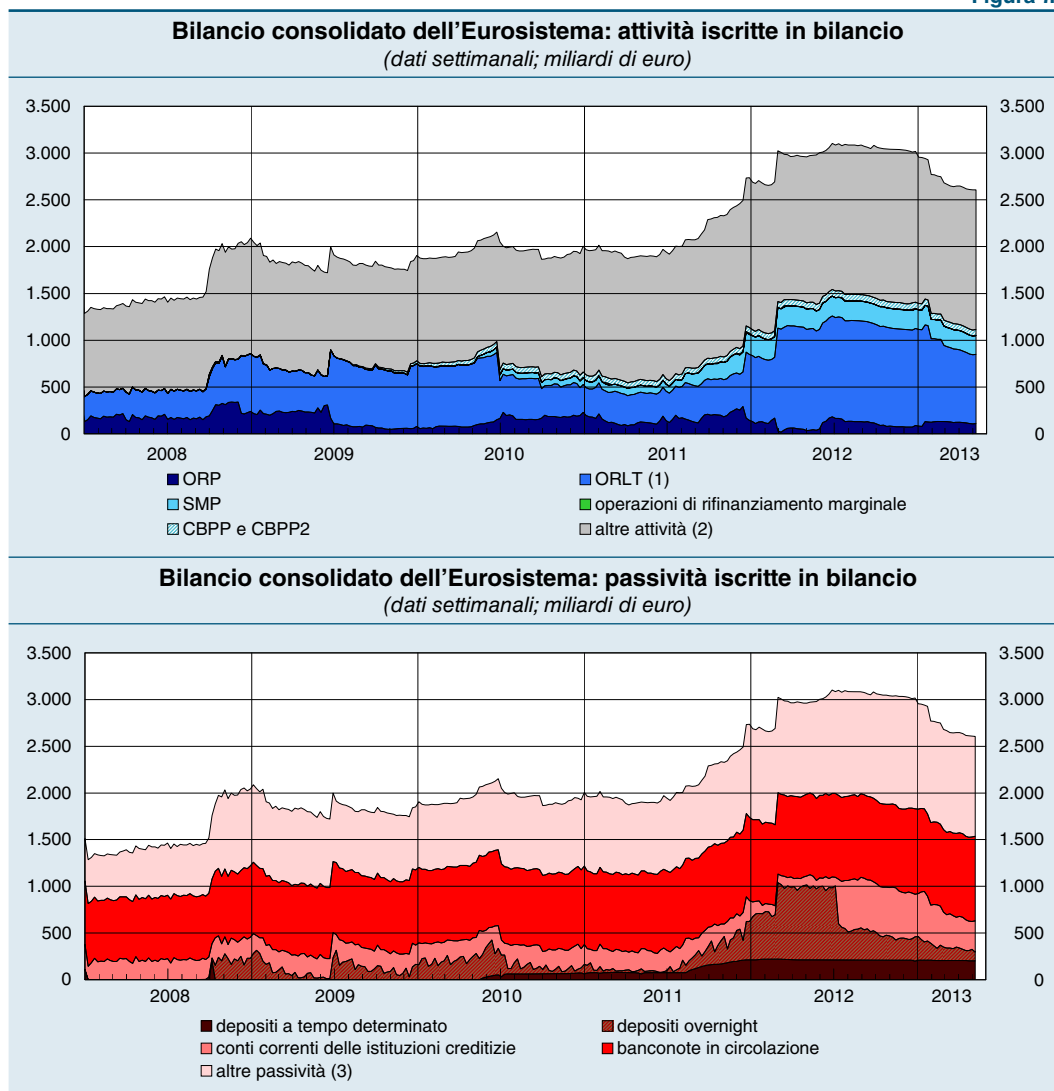
Tavola 7.1

Operazioni di politica monetaria e tassi di interesse del mercato monetario (dati medi giornalieri per il periodo indicato)					
VOCI	8 dic. 2010 14 giu. 2011	15 giu. 2011 13 dic. 2011	14 dic. 2011 12 giu. 2012	13 giu. 2012 11 dic. 2012	12 dic. 2012 7 mag. 2013
Operazioni di rifinanziamento principali					
Volumi (1)					
Area dell'euro	139,7	180,6	91,9	118,1	113,0
Italia	8,5	36,1	23,2	6,6	7,2
Quota Italia (2)	6,1	20,0	25,3	5,6	6,3
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	203	181	111	89	75
Italia	26	34	25	17	15
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine					
Volumi (3)					
Area dell'euro	321,5	364,8	904,0	1065,2	882,3
Italia	29,7	54,5	214,7	270,6	265,2
Quota Italia (2)	9,2	14,9	23,7	25,4	30,1
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	131	110	126	35	32
Italia	24	25	22	16	17
Operazioni su iniziativa delle controparti (4)					
Rifinanziamento marginale					
Area dell'euro	1,5	1,6	2,8	1,2	1,4
Italia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Depositi overnight presso l'Eurosistema					
Area dell'euro	34,2	142,9	633,7	366,4	166,5
Italia	0,5	1,3	13,9	3,0	2,6
Riserve in eccesso (5)					
Area dell'euro	1,51	3,05	4,72	355,69	303,90
Italia	0,04	0,10	0,15	13,39	19,43
Tassi di interesse del mercato monetario					
Eonia	0,79	0,94	0,37	0,13	0,07
Differenziale Eonia-tasso ORP (6)	-29,1	-47,2	-62,9	-65,6	-67,7
Volatilità del differenziale Eonia-tasso ORP (7)	24,3	19,9	5,8	1,6	1,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(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 speciale pari al periodo di mantenimento; miliardi di euro. – (4) Miliardi di euro. – (5) Calcolate come differenza tra i fondi detenuti dalle controparti sui conti correnti presso le banche centrali nazionali e l'obbligo di riserva; miliardi di euro. – (6) Differenziale fra il tasso Eonia e quello fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali; punti base. – (7) Deviazione standard del differenziale fra il tasso Eonia e quello fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali; punti base.

Nel corso dell'estate i timori per la solidità dell'Unione monetaria hanno accentuato le tensioni sui mercati dei titoli di Stato (cfr. i capitoli 2 e 15: *I mercati finanziari e valutarî e I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*). Al fine di contrastare le distorsioni dei rendimenti dovute al rischio di ridenominazione e i loro effetti negativi sull'efficacia e sull'omogeneità della trasmissione della politica monetaria, in agosto il Consiglio direttivo ha annunciato una nuova misura, le OMT, precisandone poi in settembre le modalità di attuazione (cfr. il riquadro: *Le operazioni definitive monetarie della BCE*, in *Bollettino economico*, n. 70, 2012).



Fonte: BCE.

(1) Include le operazioni con scadenza speciale pari al periodo di mantenimento e le ORLT con scadenza pari a 3, 6, 12 e 36 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.

Le OMT consistono in acquisti sul mercato secondario di titoli di Stato con scadenza residua tra uno e tre anni, con riferimento ai quali l'Eurosistema non sarà considerato un creditore privilegiato. La loro attuazione è limitata ai titoli dei paesi che aderiscono a un programma di aiuto finanziario da parte dello European Financial Stability Facility (EFSF) o dello European Stability Mechanism (ESM), purché tale programma preveda la possibilità di acquisti di titoli di Stato sul mercato primario da parte di questi due organismi. La prosecuzione delle OMT richiede il successivo rispetto delle condizioni connesse con il programma. Il Consiglio direttivo si riserva comunque piena discrezionalità sul ricorso a tali operazioni, che saranno utilizzate qualora ritenute necessarie da una prospettiva di politica monetaria. In quanto funzionali al perseguimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, le OMT rientrano a pieno titolo nel mandato della BCE. Come per il Securities Markets Programme (SMP), terminato contestualmente all'annuncio sulle modalità di attuazione delle OMT, la liquidità così creata sarà sterilizzata.

Le misure adottate dalla BCE sono state determinanti nell'alleviare le tensioni nei mercati obbligazionari e azionari nei paesi maggiormente esposti alla crisi (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro*), favorendo una ripresa degli afflussi di capitali verso queste economie. Ciò è confermato dalla riduzione degli squilibri nei saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2 delle banche centrali dell'area, che forniscono una misura della segmentazione dei mercati finanziari lungo confini nazionali (cfr. i capitoli 5 e 12: *Gli andamenti macroeconomici* e *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

Secondo nostre analisi econometriche, le principali misure non convenzionali adottate dal Consiglio direttivo della BCE nel periodo 2011-12, riducendo le tensioni nei mercati monetari e dei capitali e i vincoli all'offerta di credito, hanno fornito un importante supporto agli andamenti delle economie dei paesi dell'area dell'euro e di quella italiana in particolare. In Italia, gli interventi nell'ambito dell'SMP condotti tra la seconda metà del 2011 e l'inizio del 2012 (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune nella Relazione sull'anno 2011) hanno contribuito a contenere significativamente l'aumento dei rendimenti dei BTP, pur non arrestandolo. Le due OREL a tre anni hanno avuto un effetto immediato sulle condizioni di rifinanziamento delle banche italiane, segnalato dalla diminuzione di circa 100 punti base dei tassi di interesse nel mercato interbancario italiano in coincidenza con il regolamento di queste operazioni; secondo gli indicatori qualitativi, esse hanno inoltre contribuito a contrastare il deterioramento delle condizioni di offerta del credito. Gli annunci relativi alle OMT si sono riflessi in un'immediata e persistente riduzione dei rendimenti dei BTP a medio e a lungo termine, compresa tra i 100 e i 150 punti base.

Secondo i meccanismi incorporati nel modello trimestrale dell'economia italiana della Banca d'Italia, l'effetto sul PIL italiano degli andamenti descritti, trasmesso in larga parte tramite il contenimento della restrizione delle condizioni di offerta del credito, sarebbe valutabile in oltre due punti percentuali nel biennio 2012-13. Si tratta tuttavia di una stima per difetto: in un ipotetico scenario controfattuale sarebbe inoltre necessario considerare che le misure adottate dal Consiglio direttivo hanno verosimilmente evitato un collasso dei mercati finanziari e creditizi, che avrebbe avuto effetti sull'economia ampi, non lineari e non suscettibili di essere analizzati con strumenti econometrici.

Nel complesso, le misure considerate non hanno potuto impedire un forte peggioramento del quadro macroeconomico italiano e delle condizioni del credito, confermando che la politica monetaria non può da sola eliminare tutte le determinanti della crisi; hanno tuttavia fornito un fondamentale supporto all'attività economica ed evitato che l'acuirsi delle tensioni finanziarie si riflettesse in un più grave avvitamento della nostra economia.

Al fine di preservare la disponibilità di garanzie ammissibili, di migliorare l'accesso del settore bancario alle operazioni di rifinanziamento e di favorire l'offerta di credito a famiglie e imprese, nel corso del 2012 il Consiglio direttivo ha ulteriormente ampliato la gamma di attività stanziabili presso l'Eurosistema. In particolare, ha deciso di sospendere la soglia minima di rating per i titoli emessi o garantiti dai governi sottoposti a un programma dell'Unione europea o del Fondo monetario internazionale; ha reso nuovamente stanziabili anche strumenti di debito denominati in dollari statunitensi, sterline britanniche o yen giapponesi emessi e detenuti nell'area dell'euro; ha deciso di ridurre la soglia minima di rating per alcune tipologie di ABS, alle quali saranno tuttavia applicati scarti di garanzia (*haircuts*) più elevati a fronte della minore qualità creditizia. La Banca d'Italia, avvalendosi della possibilità offerta dalle decisioni del Consiglio direttivo del dicembre 2011 (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2011), a partire da febbraio del 2012 accetta in garanzia prestiti bancari in bonis con requisiti diversi da quelli normalmente previsti dall'Eurosistema (*additional credit claims*, ACC). In linea con quanto stabilito da altre banche centrali nazionali dell'Eurosistema, nel mese di novembre la Banca d'Italia ha ridotto la soglia minima di idoneità per i prestiti bancari ordinari da 500.000 a 100.000 euro, in modo da consentire di utilizzare anche prestiti tipicamente erogati alle imprese di minori dimensioni; lo scorso febbraio la medesima decisione è stata estesa anche agli ACC.

L'ECONOMIA ITALIANA

8. LA DOMANDA, L'OFFERTA E I PREZZI

Nel 2012 il PIL dell'Italia è diminuito del 2,4 per cento. La recessione, iniziata già a partire dalla seconda metà del 2011, ha interrotto la breve ripresa registrata nel corso dei due anni precedenti.

La contrazione dell'economia italiana nel 2012, che ha riguardato sia l'industria sia i servizi, è stata in larga parte determinata dalle conseguenze della crisi del debito sovrano. Le tensioni sul mercato del credito e l'aggiustamento del bilancio pubblico hanno inciso su tutte le componenti della domanda nazionale. Gli investimenti delle imprese hanno risentito dei vincoli finanziari, degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e delle sfavorevoli prospettive della domanda. I consumi delle famiglie hanno subito gli effetti della flessione del reddito disponibile, riconducibile sia al carico fiscale, sia alle persistenti difficoltà del mercato del lavoro. Gli indicatori del clima di fiducia delle famiglie e delle imprese si sono attestati su livelli molto bassi.

Le esportazioni hanno sostenuto la domanda. Hanno tuttavia rallentato, nonostante il miglioramento della competitività di prezzo, riflettendo soprattutto la debolezza delle vendite verso i paesi dell'area dell'euro. A seguito della marcata contrazione delle importazioni, l'interscambio con l'estero ha comunque fornito un contributo largamente positivo alla dinamica del PIL (circa tre punti percentuali). Il saldo delle partite correnti è migliorato in misura sensibile, tornando in avanzo nell'ultimo trimestre del 2012, per la prima volta dall'estate del 2005. Il riassorbimento degli squilibri nei conti con l'estero si è accompagnato a una minore sottrazione di risparmio da parte del settore pubblico; il saggio di risparmio privato è invece lievemente diminuito, scendendo al minimo storico.

Il calo del PIL è proseguito all'inizio di quest'anno, pur attenuandosi. Secondo la nostra indagine sulle imprese industriali e dei servizi, quelle di grande dimensione programmano una ripresa degli investimenti nell'anno in corso; per il complesso dell'economia i piani sono ancora in flessione, ma in misura decisamente meno accentuata che nel 2012. In prospettiva, uno stimolo alla domanda interna potrà derivare da una tempestiva attuazione delle misure per il pagamento di una parte rilevante dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche.

L'inflazione al consumo è salita lievemente nella media del 2012, al 3,0 per cento, per effetto dell'inasprimento delle imposte indirette che l'hanno sostenuta per quasi un punto percentuale, mentre si sono attenuate le pressioni provenienti dalle componenti importate; è poi rapidamente scesa dallo scorso autunno, con l'esaurirsi dell'impatto dei fattori di natura fiscale, riportandosi in linea con quella media dell'area dell'euro. In aprile il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale era pari all'1,1 per cento. Nelle attese degli analisti l'inflazione rimarrebbe moderata nei prossimi mesi.

Le determinanti della recessione

La caduta dell'attività economica in Italia nel 2012 riflette quasi per intero gli effetti della crisi del debito sovrano, che si sono trasmessi per il tramite di diversi canali. L'aumento dei differenziali di rendimento tra titoli pubblici italiani e tedeschi, che ha raggiunto un massimo a novembre del 2011 ed è poi rientrato parzialmente e solo gradualmente, si è propagato al costo del credito al settore privato; le difficoltà di raccolta delle banche italiane sui mercati internazionali hanno limitato l'accesso al credito delle imprese; le manovre di correzione dei conti pubblici si sono riflesse sulla domanda interna, pur avendo verosimilmente evitato peggiori scenari di collasso finanziario; il rallentamento dell'economia globale, ed europea in particolare, ha contenuto la crescita delle esportazioni; la perdita di fiducia di imprese e famiglie ha ulteriormente influenzato i comportamenti di spesa.

Una quantificazione dell'effetto di questi fattori sulle principali variabili macroeconomiche può essere ottenuta confrontando gli andamenti effettivamente osservati nel corso del 2012 con quelli che, sulla base del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, si sarebbero registrati in uno scenario di assenza di crisi (cfr. *Bollettino economico*, n. 71, 2013). Tale scenario è stato elaborato assumendo ipotesi coerenti con le previsioni formulate dalle principali organizzazioni internazionali nella primavera del 2011, prima dell'inasprirsi della crisi del debito sovrano.

Sulla base di questo scenario, si valuta che, in assenza dei fattori menzionati, lo scorso anno il PIL dell'Italia sarebbe potuto crescere di circa l'1 per cento, 3,4 punti al di sopra di quanto effettivamente realizzato. Il peggioramento delle condizioni di finanziamento per famiglie e imprese, considerando sia l'aumento dei costi, sia il deterioramento delle condizioni di accesso al credito, avrebbe sottratto un punto percentuale alla dinamica del prodotto nel 2012. Un impatto di poco superiore è ascrivibile agli effetti delle manovre di consolidamento dei conti pubblici attuate in Italia a partire dalla seconda metà del 2011; tali manovre, necessarie per evitare un inasprimento della crisi del debito sovrano dalle conseguenze incontrollabili, si sono tuttavia riflesse sulla domanda aggregata. Il rallentamento del commercio internazionale – in larga parte legato al deterioramento dell'attività nei paesi dell'area dell'euro, nostri importanti partner commerciali – avrebbe indotto una minore crescita nel 2012 per 0,6 punti percentuali. Infine, un effetto sfavorevole sul PIL per ulteriori 0,7 punti è attribuibile al maggior pessimismo e all'acuirsi dell'incertezza di famiglie e imprese, misurati dagli indici del clima di fiducia; non è possibile escludere che ciò sia in parte riconducibile alle misure di riequilibrio del bilancio pubblico e al deterioramento delle condizioni di finanziamento.

I consumi delle famiglie

Nel 2012 la spesa delle famiglie, dopo aver ristagnato nella media del triennio precedente, si è fortemente ridotta (-4,3 per cento; tav. 8.1); in termini pro capite è tornata attorno ai valori del 1998. Secondo nostre valutazioni, oltre metà della contrazione è legata al calo del reddito disponibile delle famiglie, per effetto delle misure di correzione dei conti pubblici e delle sfavorevoli dinamiche occupazionali, e al deterioramento delle opinioni sulla situazione economica.

Tavola 8.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2012 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2011			2012		
		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	
Risorse							
PIL	–	0,4	1,3	–	-2,4	1,6	–
Importazioni di beni fob e servizi (1) di cui: <i>beni</i>	28,6 23,4	0,5 1,0	7,6 8,7	-0,1 -0,2	-7,7 -8,3	3,1 2,8	2,3 2,1
Impieghi							
Domanda nazionale	98,4	-1,0	2,3	-1,1	-5,3	2,0	-5,4
Spesa delle famiglie residenti	60,0	0,1	2,9	0,1	-4,3	2,8	-2,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	20,7	-1,2	-0,1	-0,3	-2,9	0,4	-0,6
Investimenti fissi lordi	18,3	-1,8	3,3	-0,4	-8,0	1,3	-1,5
<i>macchine, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	7,4	-1,1	2,5	-0,1	-11,1	0,4	-0,9
<i>beni immateriali</i>	1,1	-0,6	2,3	..	-2,0	0,7	..
<i>costruzioni</i>	9,8	-2,6	4,2	-0,3	-6,2	2,2	-0,6
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	–	–	–	-0,5	–	–	-0,6
Esportazioni di beni fob e servizi (3) di cui: <i>beni</i>	30,2 24,9	5,9 6,8	4,1 4,4	1,6 1,5	2,3 1,9	1,9 1,7	0,7 0,5
Domanda estera netta	–	–	–	1,4	–	–	3,0

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.

Sono diminuite tutte le principali componenti della spesa, in misura particolarmente accentuata i beni durevoli (-12,7 per cento; tav. 8.2), soprattutto mobili e mezzi di trasporto; le nuove immatricolazioni di autoveicoli si sono contratte per il quinto anno consecutivo (-20,0 per cento), attestandosi su 1,4 milioni di unità, il livello minimo da trent'anni. Anche la spesa per beni semidurevoli, principalmente vestiario e calzature, ha segnato una rilevante flessione (-9,4 per cento, dopo aver ristagnato nel 2011). I consumi di beni non durevoli, che soddisfano bisogni difficilmente differibili nel tempo, sono diminuiti del 4,5 per cento (-3,0 per la sola componente degli alimentari). Gli acquisti di servizi si sono ridotti in misura più modesta (-1,4 per cento, contro un incremento dell'1,6 nel 2011), a seguito della relativa tenuta delle spese per l'abitazione e per la salute.

Nel 2012 la forte contrazione dei consumi è stata di entità non discosta da quella del reddito disponibile delle famiglie consumatrici (-4,8 per cento in termini reali; fig. 8.1 e tav. 8.3); negli anni recenti, pur in presenza di una congiuntura sfavorevole, le famiglie avevano invece puntato a mantenere almeno in parte gli standard di consumo, contenendo il risparmio. Il calo del reddito disponibile risulta meno intenso (intorno al 4 per cento) se si considera la minore erosione monetaria delle attività finanziarie indotta dall'inflazione.

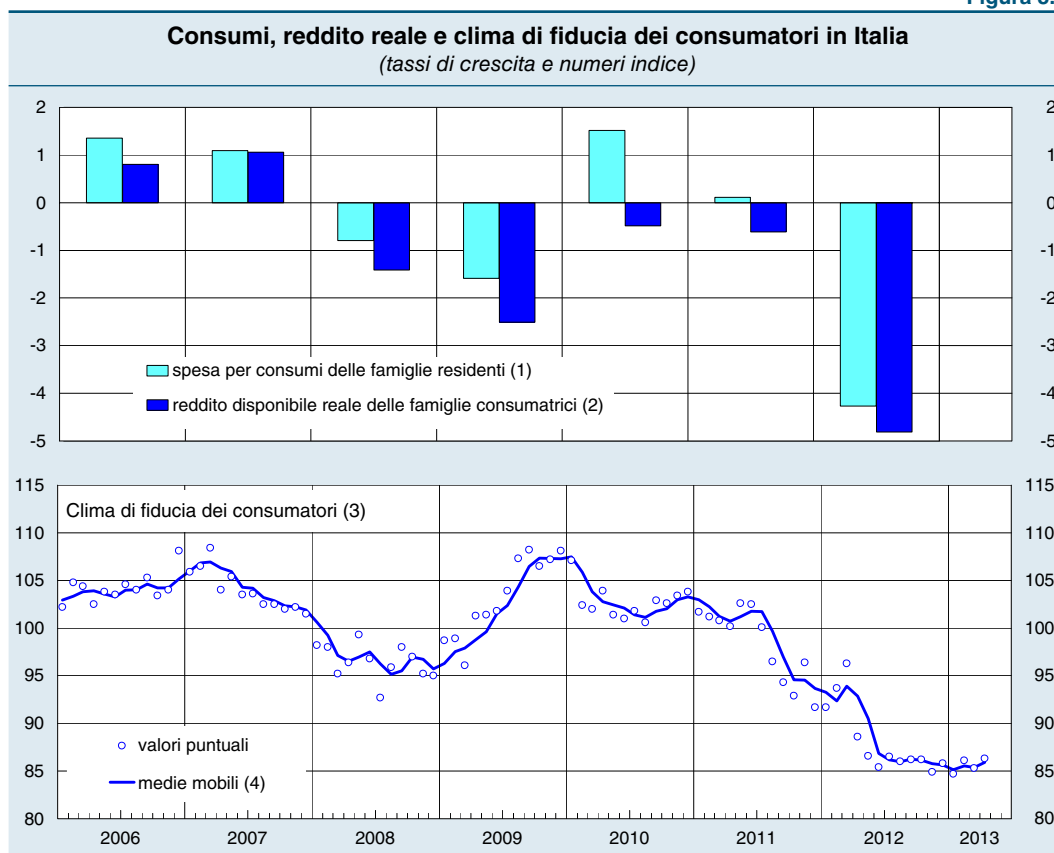
Tavola 8.2

Spesa delle famiglie italiane (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2012 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2009	2010	2011	2012
Beni non durevoli	29,8	-2,7	1,1	-1,1	-4,5
di cui: <i>alimentari e bevande non alcoliche</i>	14,3	-2,2	0,5	-1,7	-3,0
Beni semidurevoli	10,0	-5,1	5,1	..	-9,4
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	6,9	-6,3	3,5	-0,4	-10,2
Beni durevoli	7,4	-3,4	-0,3	-2,7	-12,7
di cui: <i>mobili, elettrodomestici e manutenzione casa</i>	7,1	-6,8	4,5	2,0	-5,8
Servizi	52,8	-0,3	1,4	1,6	-1,4
di cui: <i>alberghi e ristoranti istruzione</i>	10,3 1,0	-0,3 1,1	1,0 0,1	2,2 -1,1	-1,9 -2,8
Totale spesa interna	100,0	-1,8	1,5	0,2	-4,1
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-2,5	-3,3	-2,4	-4,1
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	-8,0	-0,2	2,7	1,4
Totale spesa nazionale	-	-1,6	1,5	0,1	-4,3
<i>Per memoria:</i>					
Deflatore della spesa nazionale	-	-0,1	1,5	2,9	2,8

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 2012, rispettivamente, all'1,7 e al 3,3 per cento.

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: 2005=100; dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Tavola 8.3

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponi- bile delle famiglie nel 2012	2010	2011	2012
Variazioni percentuali				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	43,9	1,7	2,1	-0,1
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	–	3,0	1,3	1,1
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	0,3	0,3	..
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	–	-1,5	0,5	-1,2
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	18,4	-0,1	1,7	-8,2
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	–	..	2,6	-6,1
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	-0,3	-0,2	-1,4
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	–	0,1	-0,7	-0,9
Redditi netti da proprietà (3)	24,8	..	2,3	-0,9
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,1	2,5	1,2	2,2
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	–	2,6	2,2	2,0
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	19,2	2,7	0,1	5,5
Reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici	100	1,0	2,2	-2,2
in termini reali (4)	–	-0,5	-0,6	-4,8
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-1,6	-1,7	-4,4
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-2,5	-2,0	-3,8
Reddito lordo disponibile del settore privato	–	1,7	2,3	-1,8
in termini reali (4)	–	0,2	-0,5	-4,5
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-1,3	-2,0	-4,1
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-2,3	-2,3	-3,2
Rapporti percentuali				
Propensione media al risparmio delle famiglie consumatrici (7)	–	9,1	8,4	7,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	7,1	5,4	5,2
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	7,1	5,1	5,6
Propensione media al risparmio del settore privato (7)	–	23,0	22,5	22,3
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	23,6	23,4	23,1
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	23,6	23,5	23,0

Fonte: elaborazioni e stime su dati Banca d'Italia e Istat.
(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 (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato con il deflatore dei consumi delle famiglie 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.

In termini nominali il reddito delle famiglie consumatrici è sceso in misura assai meno marcata (-2,2 per cento). Il calo riflette in larga parte la dinamica negativa dei redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (-8,2 per cento), a sua volta riconducibile soprattutto alla diminuzione dei redditi per unità standard di lavoro indipendente (-6,1 per cento).

Nel 2012 il monte retributivo lordo per i dipendenti è rimasto sostanzialmente stabile: il calo dell'occupazione dipendente (-1,2 per cento in termini di unità standard) è stato pressoché bilanciato dall'incremento nominale dei salari unitari, pur contenuto sotto il tasso di inflazione (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*).

I redditi netti da proprietà, già fortemente intaccati dalla crisi del 2008-09, sono scesi lo scorso anno dello 0,9 per cento, principalmente per effetto del minore apporto delle componenti erogate dalle imprese. Il complesso di dividendi e altri utili distribuiti alle famiglie si è infatti ridotto per oltre il 4 per cento, per il secondo anno consecutivo, in seguito all'intensificarsi delle difficoltà congiunturali; gli interessi netti sulle attività finanziarie sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre è cresciuto il risultato lordo di gestione delle famiglie, costituito principalmente dai redditi di locazione dei fabbricati.

Le prestazioni sociali hanno continuato a crescere; l'aumento dell'imposizione fiscale, in larga misura indotto dalle manovre di risanamento del bilancio pubblico, ha invece sottratto reddito disponibile per un punto percentuale. Il contributo complessivo dell'azione dell'Amministrazione pubblica è stato lievemente negativo (-0,3 punti percentuali).

Una correzione dei consumi in linea con la caduta del reddito si era registrata solo durante la recessione dell'inizio degli anni novanta; la propensione al risparmio delle famiglie consumatrici, scesa nell'anno in misura molto contenuta, si è collocata sul minimo storico (al 7,9 per cento del reddito disponibile; era pari al 12,3 nel 2007). Le decisioni di acquisto sono state inoltre verosimilmente influenzate dall'aumento dell'incertezza sulle prospettive del quadro economico generale e sulle condizioni del mercato del lavoro (fig. 8.1).

Sulla base dell'ultima Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia, relativa al 2010, la propensione al risparmio si era pressoché annullata per le unità familiari appartenenti alle classi di reddito più basse; nella stessa rilevazione la percentuale di famiglie che spendevano più del loro reddito si era portata al 21,9 per cento, il valore più alto dalla crisi dei primi anni novanta. È plausibile che il quadro sia diventato ancora più sfavorevole nel corso dell'ultimo biennio, con il manifestarsi della nuova fase recessiva.

La ricchezza netta delle famiglie consumatrici ha registrato, dopo tre cali consecutivi, un modesto incremento, portandosi su un valore di 7,5 volte il reddito disponibile (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). In presenza di un minor apporto della formazione del risparmio e della flessione delle quotazioni immobiliari, il recupero della ricchezza è stato favorito dall'aumento dei corsi azionari.

Il risparmio nazionale lordo (che, oltre alle famiglie, considera le imprese e il settore pubblico) è salito al 17,4 per cento in rapporto al reddito disponibile, recuperando in larga parte il calo cumulato nei quattro anni precedenti (tav. 8.4). Alla sostanziale stabilità della componente privata ha fatto riscontro un minor apporto negativo da parte delle Amministrazioni pubbliche, sceso allo 0,4 per cento del reddito nazionale (dall'1,5 per cento nel 2011); al miglioramento del disavanzo corrente del settore pubblico ha contribuito il contenimento dei consumi collettivi in termini nominali (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). Il deficit nelle operazioni con l'estero si è ampiamente riassorbito (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

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	2009	2010	2011	2012
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	- 6,6	- 3,3	-0,1	- 2,2	- 1,6	- 1,5	- 0,4
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	20,0	19,3	18,4	18,1	17,8
di cui: <i>famiglie consumatrici</i>	20,0	13,0	8,2	7,4	6,2	5,7	5,3
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	19,9	17,1	16,8	16,6	17,4
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,2	19,1	20,4	19,8	17,9
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	- 0,9	0,9	- 1,3	- 2,0	- 3,6	- 3,2	- 0,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Gli investimenti

Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti nel 2012 dell'8,0 per cento (tav. 8.5); la flessione rispetto al 2008, solo temporaneamente interrotta nel 2010, ha raggiunto circa il 20 per cento. Il ridimensionamento dell'accumulazione nel 2012 è stato particolarmente accentuato per la componente dei macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto e beni immateriali (-9,9 per cento), a fronte di un calo più contenuto per quella delle costruzioni (-6,2 per cento). La caduta degli investimenti ha riflesso le sfavorevoli condizioni finanziarie, gli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata e l'incertezza sulle prospettive della domanda. La propensione a investire è scesa al 18,3 per cento, al di sotto del minimo toccato nel 1994.

Tavola 8.5

Investimenti fissi in Italia (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)							
VOCI	Composizione % nel 2012 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)		
		2010	2011	2012	2000	2012	
Costruzioni	53,4	-4,5	-2,6	-6,2	9,5	9,8	
<i>abitazioni</i>	25,1	-0,1	-4,0	-6,8	4,2	4,6	
<i>altre costruzioni</i>	23,6	-9,4	-1,1	-6,4	4,5	4,3	
<i>costi per trasferimento di proprietà</i>	4,7	-2,4	-1,6	-2,3	0,8	0,9	
Macchine e attrezzature	32,5	10,3	-1,5	-10,6	7,4	5,9	
Mezzi di trasporto	8,3	-0,1	0,7	-12,2	2,2	1,5	
Beni immateriali	5,8	-2,4	-0,6	-2,0	1,2	1,1	
Totale investimenti fissi lordi	100,0	0,6	-1,8	-8,0	20,3	18,3	
Totale escluse le abitazioni	–	0,9	-1,1	-8,4	16,1	13,7	
Totale escluse le costruzioni	–	6,8	-1,0	-9,9	10,7	8,5	
Totale investimenti fissi netti (2)	–	-1,7	-21,6	-87,4	5,8	0,2	

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

Sulla base di un'analisi econometrica, si stima che nel 2012 il deterioramento delle aspettative di crescita dell'economia italiana e l'aumento della relativa incertezza, misurati rispettivamente in termini di media e dispersione delle attese degli agenti economici, abbiano contribuito congiuntamente per circa un quarto al calo degli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto.

Al netto degli ammortamenti la spesa per investimenti si è pressoché annullata nel 2012, scendendo allo 0,2 per cento del prodotto interno lordo, oltre cinque punti percentuali in meno rispetto al valore medio del quinquennio precedente la recessione del 2008-09.

Sulla debolezza dell'accumulazione incide in particolare la dinamica sfavorevole degli investimenti nella manifattura. In questo settore si registrano già dal 2009 lievi flessioni dello stock di capitale; l'anno scorso il calo si è intensificato (-1,6 per cento). Per l'economia italiana il rapporto tra investimenti netti e PIL è inferiore a quello riscontrato nei maggiori paesi europei; è invece comparabile se riferito agli investimenti lordi. Ciò riflette principalmente il più elevato rapporto fra capitale e prodotto in Italia e la maggior incidenza sul capitale totale della componente di macchinari e attrezzature, il cui tasso di ammortamento è superiore a quello degli altri cespiti.

La contrazione degli investimenti in costruzioni nella media del 2012 ha interessato con pari intensità il comparto residenziale e quello delle altre costruzioni (-6,8 e -6,4 per cento, rispettivamente); per entrambi il calo si è attenuato nella seconda metà dell'anno. La fase recessiva dell'edilizia, iniziata prima dell'insorgere della crisi globale, nell'ultimo quinquennio ha sottratto in media mezzo punto percentuale all'anno alla crescita del PIL.

Il numero delle compravendite di abitazioni si è ridotto del 25,8 per cento nel 2012. I prezzi delle case sono diminuiti del 2,7 per cento; in termini reali la flessione è stata del 5,5 per cento, con una correzione al ribasso complessivamente pari all'11,0 per cento rispetto al picco del 2007.

Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, presso un campione di circa 1.400 agenti immobiliari, le attese di breve termine sugli andamenti del mercato di riferimento dell'agenzia e di quello nazionale sono rimaste orientate al pessimismo, pur segnando un parziale recupero rispetto all'indagine di gennaio. Riguardo alle prospettive di medio periodo (due anni) per l'intero mercato nazionale, prevalgono invece i giudizi di ripresa.

Gli investimenti in costruzioni non residenziali hanno continuato a risentire della contrazione della spesa in opere pubbliche conseguente alle misure di correzione dei conti pubblici. Secondo la consueta rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi del 2013 su un campione di 474 imprese edili, lo scorso anno il volume di nuove opere pubbliche sarebbe diminuito dell'8,8 per cento, proseguendo la tendenza negativa in atto dal 2007. Nelle attese degli operatori anche nell'anno in corso si registrerebbe un calo dell'attività, pur con un'attenuazione.

L'indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio del 2013 su 4.214 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari conferma le indicazioni di una marcata diminuzione degli investimenti fissi lordi nel 2012. Questa, per il complesso delle imprese, è risultata a consuntivo di poco inferiore ai piani rilevati nell'inchiesta dell'anno prima (tav. 8.6); è stata più accentuata per le aziende manifatturiere, in particolare per quelle di minore dimensione. La flessione dell'accumulazione è stata particolarmente intensa per le imprese non esportatrici e per quelle operanti nei settori tradizionali, che hanno risentito maggiormente della forte contrazione della domanda interna.

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 2012, 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
Industria in senso stretto									
di cui: <i>manifattura</i>									
Consuntivo per il 2012	-11,3	-16,1	-12,5	-11,2	-6,7	-6,8	-14,0	-5,5	-19,1
Tasso di realizzo (4)	98,3	108,9	103,5	99,5	89,1	98,1	91,0	100,9	94,1
Programmi per il 2013	-2,6	-8,3	-5,2	-8,1	5,8	-3,0	3,3	0,5	-7,6
Consuntivo per il 2012	-10,0	-14,9	-11,5	-8,7	-7,1	-7,8	-9,4	-6,2	-17,3
Tasso di realizzo (4)	98,2	108,0	102,1	99,0	92,7	97,7	94,9	99,6	95,0
Programmi per il 2013	-3,7	-9,6	-5,1	-4,2	-0,2	-3,2	-1,3	-2,3	-7,1
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2012	-7,5	-4,2	-9,2	-9,6	-8,4	....	....	-7,5	-7,4
Tasso di realizzo (4)	97,9	107,1	108,7	95,8	90,2	....	....	96,8	100,4
Programmi per il 2013	-6,3	-17,1	-18,4	-3,7	4,8	....	....	-5,9	-7,0
Totale									
Consuntivo per il 2012	-8,7	-8,5	-10,3	-9,1	-7,8	....	....	-6,9	-12,2
Programmi per il 2013	-5,0	-13,8	-11,5	-4,0	2,3	....	....	-4,0	-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 2012. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2012. – (5) Servizi privati non finanziari.

I piani di investimento per il 2013 prospettano ancora un calo, ma decisamente meno pronunciato, pari a poco più della metà di quello del 2012. Sia nella manifattura sia nei servizi le imprese con almeno 500 addetti programmano una ripresa dell'attività di accumulazione nell'anno in corso; per contro, il quadro non registra miglioramenti per le aziende con meno di 200 addetti. Le attese restano più sfavorevoli per i produttori che operano prevalentemente sul mercato interno.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – A differenza delle altre componenti di domanda le esportazioni hanno sostenuto la crescita, pur rallentando. Nel 2012 le vendite all'estero di beni e servizi sono cresciute in volume del 2,3 per cento; erano aumentate del 5,9 l'anno precedente (cfr. tav. 8.1). Il rallentamento ha riflesso quello degli scambi internazionali (al 2,5 per cento, dal 6,0 nel 2011; cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*). La quota sul mercato mondiale degli esportatori italiani, valutata a prezzi e cambi correnti, è scesa marginalmente, al 2,7 per cento (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

Considerando la sola componente dei beni, che rappresenta oltre l'80 per cento del totale, le vendite all'estero sono cresciute dell'1,9 per cento nel 2012 (6,8 nell'anno precedente), poco meno del commercio mondiale (2,4 per cento; tav. 8.7). Ha influito soprattutto il calo delle vendite verso l'area dell'euro (che pesano per il 40,5 per cento del totale), la cui domanda si è ridotta (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*). Le esportazioni hanno invece beneficiato appieno del recupero degli scambi internazionali sui mercati esterni all'area dell'euro, dove nel triennio 2010-12 le vendite sono cresciute a ritmi superiori a quelli della corrispondente domanda potenziale.

Tavola 8.7

Esportazioni di beni in volume dell'Italia, domanda potenziale e commercio mondiale (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
ANNI	Esportazioni di beni dell'Italia			Domanda potenziale (1)	Commercio mondiale
	di cui:				
		<i>intra area dell'euro</i>	<i>extra area dell'euro</i>		
2010	12,4	9,8	14,6	10,8	14,0
2011	6,8	3,2	9,6	4,7	6,3
2012	1,9	-1,6	4,5	1,0	2,4

Fonte: elaborazioni su dati FMI e Istat.
(1) La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore.

La competitività di prezzo degli esportatori italiani, misurata sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti, è migliorata nel 2012 di oltre due punti percentuali, soprattutto grazie al deprezzamento nominale dell'euro.

Dallo scorso decennio la discrepanza tra gli usuali indicatori di competitività di prezzo si è progressivamente ampliata per le imprese italiane, in misura assai più pronunciata che per i principali partner commerciali; tale discrepanza è stata sottolineata anche da vari osservatori internazionali. Secondo l'indicatore basato sul costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore manifatturiero, dall'avvio della UEM si sarebbe verificata in Italia una cospicua perdita di competitività, pari cumulativamente al 33,5 per cento, malgrado un lieve recupero (poco meno di un punto percentuale) nell'arco dell'ultimo triennio; l'indicatore basato sui prezzi alla produzione, invece, segnala un modesto guadagno, di poco inferiore al 3 per cento nell'intero periodo, con un recupero di ben 6,8 punti percentuali concentrato negli ultimi tre anni (cfr. il capitolo 5: Gli andamenti macroeconomici). Il divario tra i due indicatori non è però ascrivibile a una compressione prolungata dei margini di profitto delle imprese italiane: i dati relativi agli ultimi vent'anni segnalano una stabile relazione di lungo periodo tra i prezzi alla produzione e il CLUP del settore manifatturiero in Italia. La differenza tra le due misure di competitività rifletterebbe invece quella tra prezzi e costi del lavoro nei principali partner commerciali dell'Italia, segnatamente in Germania e in Francia. Quest'ultima discrepanza è plausibilmente riconducibile al maggior ricorso in questi paesi a strategie di delocalizzazione all'estero, che hanno comportato una riduzione della quota dei salari interni sul valore della produzione; ne discende che i costi del lavoro sono diventati meno rappresentativi dei costi di produzione complessivi sostenuti dalle imprese. Tali considerazioni suggeriscono che, nell'attuale fase di intensa globalizzazione, gli indicatori basati sui CLUP rischiano di fornire una rappresentazione distorta della capacità di competere di un paese; segnali più affidabili sono invece presumibilmente forniti dalle misure riferite ai prezzi alla produzione.

Secondo i dati di commercio estero, la crescita delle esportazioni di beni è stata sospinta dalle vendite di metalli, pelli, prodotti farmaceutici, alimentari e petroliferi

raffinati. Sono invece scesi i volumi esportati dalle imprese nei comparti della chimica, gomma e plastica, tessile e mezzi di trasporto. A livello geografico l'aumento delle vendite si è concentrato nei mercati esterni alla UE; sono aumentate soprattutto le esportazioni verso i paesi dell'OPEC, gli Stati Uniti e la Svizzera, mentre si sono ridotte quelle verso la Cina, in particolare nel comparto della meccanica. Le vendite nei paesi della UE sono diminuite, risentendo in particolare della più debole domanda proveniente dall'area dell'euro, in parte compensata dalla crescita dei flussi verso il Regno Unito.

Le importazioni. – Dopo aver ristagnato nel 2011, le importazioni lo scorso anno hanno subito una diminuzione in quantità del 7,7 per cento, in larga parte per effetto della contrazione degli investimenti e del rallentamento delle esportazioni che, tra le componenti della domanda, sono quelle caratterizzate dal maggior contenuto di input importati.

La caduta delle importazioni nel 2012 è stata più accentuata per i beni strumentali (-14,6 per cento in volume secondo i dati di commercio estero). Si sono inoltre ampiamente ridotti gli acquisti dall'estero di beni di consumo (-8,0 per cento), in particolare quelli durevoli, e di prodotti intermedi (-8,9 per cento); su questi ultimi ha influito la diminuzione delle importazioni di celle fotovoltaiche, in seguito alla riduzione degli incentivi per la generazione elettrica con fonti rinnovabili. Sono diminuite anche le importazioni di beni energetici; il disavanzo della bilancia energetica si è tuttavia ulteriormente ampliato, in linea con l'aumento delle quotazioni del petrolio (0,9 per cento in dollari e 9,2 in euro; cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*). A livello geografico la flessione delle importazioni di beni ha riguardato soprattutto gli acquisti dai principali paesi esportatori di celle fotovoltaiche, la Cina e la Germania; le importazioni da quest'ultimo paese hanno risentito anche della minore domanda di autoveicoli in Italia.

L'offerta produttiva

Nel complesso del 2012 il valore aggiunto dell'industria in senso stretto è sceso del 3,5 per cento, contribuendo per poco più di mezzo punto percentuale alla contrazione del PIL; dal primo trimestre del 2008 all'ultimo del 2012 la diminuzione è stata pari al 17,1 per cento. Nella media dello scorso anno la flessione dell'attività industriale è stata più intensa nei comparti del tessile e del mobilio, a fronte di una tenuta in quelli degli alimentari e dei prodotti farmaceutici (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*).

Sulla base dell'indagine sulle imprese condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, nel comparto manifatturiero la flessione nel grado di utilizzo della capacità produttiva registrata nel 2012 sarebbe recuperata solo in parte nel corso di quest'anno. I margini inutilizzati non si ridurrebbero ancora nelle imprese più piccole e in quelle che si rivolgono prevalentemente al mercato interno. In un orizzonte di medio periodo (tre anni) il 41 per cento delle imprese prefigura tuttavia un incremento della propria capacità produttiva, contro il 13 che ne prevede una riduzione. Il saldo tra le due quote è più elevato fra quelle che realizzano all'estero oltre un terzo del fatturato, mentre è negativo nel settore tessile, abbigliamento e pelli, dove proseguirebbe la tendenza alla contrazione avviata nel decennio passato.

Il valore aggiunto è diminuito anche nel settore delle costruzioni (-6,3 per cento), per il quinto anno consecutivo; alla fine del 2012 era inferiore del 21,9 per cento rispetto al livello dell'ultimo trimestre del 2007.

Nel terziario il valore aggiunto si è ridotto dell'1,2 per cento, contribuendo alla flessione del PIL per otto decimi di punto percentuale. Il calo ha riguardato in particolare il commercio, i trasporti, le comunicazioni e i servizi pubblici.

Il prodotto interno lordo si è nuovamente ridotto nei primi tre mesi di quest'anno (-0,5 per cento sulla base della stima preliminare diffusa dall'Istat), sebbene a un ritmo più moderato rispetto a quello del trimestre precedente. I recenti provvedimenti legislativi volti ad accelerare il pagamento di debiti commerciali e l'erogazione di rimborsi fiscali da parte delle Amministrazioni pubbliche, per complessivi 40 miliardi di euro nell'anno in corso e nel prossimo, dovrebbero migliorare gli equilibri finanziari delle imprese e potranno contribuire a rilanciare la domanda aggregata (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

I prezzi e i costi

Nella media del 2012 l'inflazione al consumo, misurata dall'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (Nic), è lievemente cresciuta, al 3,0 per cento (dal 2,8 nell'anno precedente; tav. 8.8), interamente per effetto dell'aumento delle imposte indirette. Informazioni sull'impatto delle manovre fiscali sono pubblicate dall'Istat per l'indice armonizzato (IPCA), aumentato del 3,3 per cento (dal 2,9 nel 2011): in questo caso, le manovre sulle imposte indirette hanno contribuito alla dinamica dei prezzi per 0,8 punti percentuali (0,3 punti nel 2011).

Tavola 8.8

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2011	2012	2012
Indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (Nic)	2,8	3,0	100,0
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	2,7	2,8	86,8
Alimentari freschi	2,5	2,2	6,5
Alimentari trasformati	2,4	2,7	10,4
Energetici	14,6	14,3	5,2
Beni non alimentari e non energetici	1,4	1,7	25,8
Servizi	2,2	1,9	36,7
Tabacchi	4,1	6,8	2,2
Beni e servizi a prezzo regolamentato	3,3	4,8	13,2
Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi	1,9	1,7	73,0
Indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA)	2,9	3,3	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'inflazione di origine interna, misurata dal deflatore del PIL, è lievemente aumentata, all'1,6 per cento, dall'1,3 del 2011 (ha invece decelerato il deflatore delle importazioni, al 3,1 per cento dal 7,6). L'accelerazione del CLUP, riconducibile quasi

interamente alla flessione ciclica della produttività del lavoro, è stata contrastata dal contenimento dei margini di profitto delle imprese.

Tra le componenti, i beni energetici hanno registrato rincari assai elevati (13,9 per cento nella media dell'anno, contro l'11,3 nel 2011; l'accelerazione è interamente dovuta agli aumenti delle imposte indirette sui carburanti varati nel 2011). L'inflazione di fondo, misurata sulla base del Nic al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è scesa all'1,7 per cento (dall'1,9 nel 2011), nonostante gli effetti dell'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA (al 21 dal 20 per cento), entrato in vigore a settembre del 2011; secondo nostre valutazioni se tale aliquota non fosse stata modificata, il calo dell'inflazione di fondo sarebbe stato ancora più pronunciato (circa mezzo punto percentuale).

La dinamica dei prezzi al consumo è progressivamente diminuita nel corso del 2012: si collocava al 3,3 per cento sull'anno precedente nel primo trimestre ed è scesa al 2,5 nell'ultimo. All'azione di moderazione esercitata dalla perdurante debolezza ciclica si è aggiunta la decelerazione dei prezzi dei beni energetici (all'11,5 per cento nel quarto trimestre, da oltre il 15 nei primi mesi dell'anno), a seguito del calo delle quotazioni internazionali del greggio e, dall'autunno, del venir meno degli effetti della manovra sull'IVA di settembre del 2011. L'inflazione di fondo è scesa nell'ultimo trimestre al di sotto dell'1,5 per cento, per la prima volta dalla fine del 2009.

La riduzione dell'inflazione è proseguita nei primi mesi del 2013. Il ritmo di crescita sui dodici mesi del Nic è diminuito all'1,1 per cento in aprile, risentendo prevalentemente del calo dei prezzi dei beni energetici.

L'inflazione al consumo misurata dall'indice armonizzato è stata nella media del 2012 di 0,8 punti percentuali superiore rispetto a quella dell'area dell'euro. Tale divario è tuttavia progressivamente diminuito dallo scorso autunno, con il venir meno del contributo legato a fattori di natura fiscale, sino quasi ad annullarsi in aprile.

Le manovre fiscali spiegano circa metà del differenziale di inflazione tra Italia e area dell'euro in media d'anno: l'inflazione armonizzata "a impatto fiscale costante", pari al 2,5 per cento in Italia, si confronta con il 2,1 registrato nell'area. Il diverso andamento delle tariffe di elettricità e gas – che nel nostro paese, come di consueto, risentono con ritardo della dinamica delle quotazioni internazionali del petrolio (in aumento nel 2011) – ha inciso sul differenziale medio di inflazione per circa 0,3 punti percentuali.

I prezzi e i costi alla produzione. – L'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno è aumentato del 4,1 per cento nella media del 2012, in rallentamento dal 5,1 nell'anno precedente. L'inflazione alla produzione è diminuita rapidamente in corso d'anno, portandosi sotto l'1 per cento all'inizio del 2013 e annullandosi in marzo. Alla diminuzione ha contribuito la forte decelerazione dei prezzi della componente energetica, ma anche la debolezza della domanda interna.

Sia i risultati dell'indagine trimestrale condotta lo scorso marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, sia l'andamento degli indicatori sui prezzi di vendita e sui costi degli input desumibili dalle inchieste presso i responsabili degli acquisti delle aziende manifatturiere, delineano anche per i prossimi mesi un quadro di aumenti dei listini delle imprese estremamente contenuti.

Nella media del 2012 i prezzi alla produzione dei beni non energetici esportati sono cresciuti dell'1,2 per cento sull'anno precedente, in linea sia con l'aumento del

corrispondente indicatore relativo ai prodotti venduti sul mercato interno, sia con gli incrementi praticati dalle imprese francesi e tedesche.

Nel 2012 il CLUP nel complesso dell'economia è salito dell'1,8 per cento, dallo 0,8 nel 2011. In presenza di una dinamica dei redditi per ora lavorata stabile intorno all'1 per cento (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*), la crescita del CLUP è attribuibile alla flessione ciclica della produttività oraria (-0,6 per cento nel 2012, contro un aumento dello 0,2 nell'anno precedente). Nel comparto industriale, dove la contrazione della produttività è stata più marcata, il CLUP è salito di quasi il 4 per cento; la variazione ciclica del CLUP è stata contrastata dai margini di profitto (come tipicamente avviene per le oscillazioni di breve periodo), che nel 2012 si sono ridotti del 3,2 per cento rispetto all'anno precedente.

Le aspettative di inflazione. – Le aspettative di inflazione censite da Consensus Economics, relative alla media del 2012, sono gradualmente cresciute nei primi mesi dello scorso anno, risentendo dell'inclusione nelle valutazioni degli analisti dell'effetto delle manovre sulle imposte indirette, e si sono attestate sul 3 per cento a partire dalla primavera. Le aspettative per il complesso del 2013 sono state invece ripetutamente riviste al ribasso dallo scorso autunno; la revisione ha rispecchiato soprattutto l'allentamento delle tensioni sui mercati internazionali delle materie di base e il calo dell'inflazione effettiva; in maggio le attese si attestavano all'1,7 per cento, appena superiori a quelle per la media dell'area.

9. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2012 è continuata la flessione dell'occupazione, avviatasi nella seconda metà dell'anno precedente. La riduzione delle ore lavorate pro capite, attuata principalmente attraverso un ricorso più intenso alla Cassa integrazione guadagni (CIG) e un uso più esteso del part-time, ha contribuito a contenere la diminuzione del numero degli occupati. Il calo del monte ore lavorate è risultato inferiore alla contrazione del prodotto: la produttività per ora lavorata è scesa dello 0,6 per cento.

L'occupazione dipendente è diminuita soprattutto per la riduzione delle assunzioni, mentre il numero di cessazioni è rimasto sostanzialmente invariato. Nel secondo semestre, in linea con gli obiettivi della riforma del mercato del lavoro in vigore dallo scorso luglio, sono emersi segnali di ricomposizione della domanda delle imprese verso posizioni standard di lavoro dipendente, a scapito delle tipologie contrattuali atipiche o di lavoro parasubordinato.

È aumentato il numero di persone attive, occupate o alla ricerca di un impiego. L'incremento, il più alto da oltre trent'anni, ha interessato tutte le fasce di età e rispecchia l'allungamento della vita lavorativa fra le persone più anziane e l'intensificazione dell'attività di ricerca fra i più giovani, a fronte del deterioramento delle prospettive occupazionali. L'espansione delle forze di lavoro, in una fase di bassa domanda, ha elevato il tasso di disoccupazione: in marzo quest'ultimo è salito, al netto dei fattori stagionali, all'11,5 per cento, rispetto al 12,1 dell'intera area dell'euro.

L'ampliamento del divario tra offerta e domanda di lavoro ha contribuito alla decelerazione delle retribuzioni, cresciute nel 2012 più lentamente dei prezzi al consumo. Nonostante la dinamica salariale contenuta, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato, anche per la contrazione della produttività del lavoro.

L'occupazione e la domanda di lavoro

Il proseguimento della fase recessiva che ha avuto avvio a metà del 2011 si è riflesso, nella media del 2012, in un calo delle ore effettivamente lavorate dell'1,4 per cento a fronte di un aumento dello 0,3 nel 2011; vi ha corrisposto una diminuzione del numero di occupati meno intensa (-0,3 per cento; tav. 9.1 e fig. 9.1) e inferiore a quella della recessione del 2008-09.

La contrazione delle ore effettivamente lavorate per addetto (-1,1 per cento), che forniscono una misura dell'intensità di utilizzo della manodopera, è stata marcata nelle costruzioni e nella manifattura e più contenuta nei servizi, interessando sia l'occupazione alle dipendenze (-1,1 per cento) sia quella autonoma (-0,9 per cento). Nell'ambito del lavoro dipendente il fenomeno è riconducibile per oltre la metà a un uso più esteso dell'orario ridotto, cui si è associato, soprattutto nelle imprese più grandi, un maggiore ricorso alla CIG e una diminuzione delle ore di straordinario.

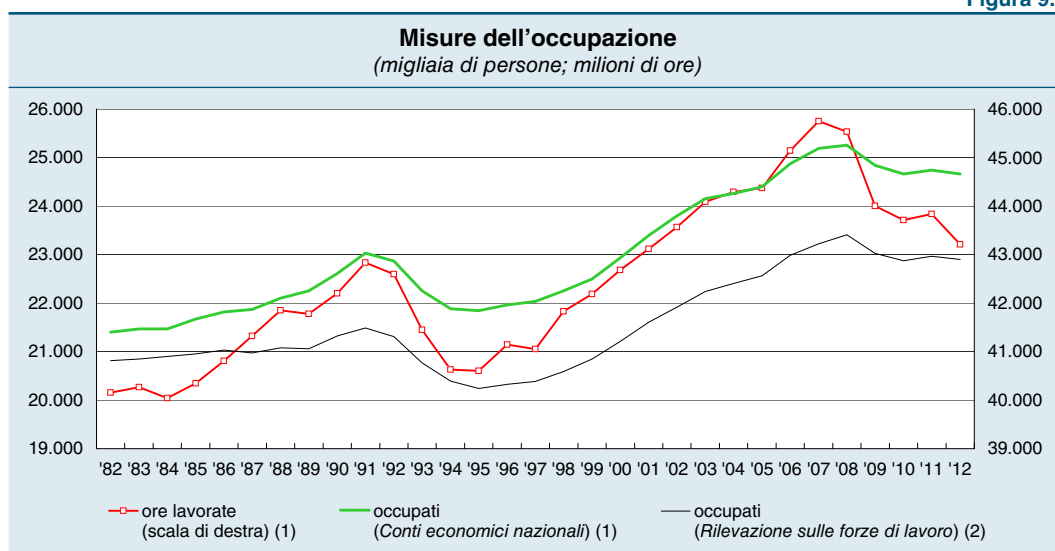
Tavola 9.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (1) (quote e variazioni percentuali)								
SETTORI	Occupati		Unità standard		Ore lavorate		Posizioni lavorative	
	Quote	Variazione	Quote	Variazione	Quote	Variazione	Quote	Variazione
	2012	2011-12	2012	2011-12	2012	2011-12	2012	2011-12
Agricoltura, silvicoltura e pesca	3,8	-2,7	5,0	-3,5	5,0	-5,8	5,9	-3,6
Industria in senso stretto	19,0	-1,6	18,1	-1,9	17,7	-2,8	16,4	-1,6
Attività estrattiva	0,1	-4,8	0,1	-6,0	0,1	-7,2	0,1	-4,7
Attività manifatturiere	17,7	-1,7	16,8	-2,0	16,5	-3,0	15,3	-1,7
Fornitura energia, gas, acqua; reti fognarie e trattamento rifiuti	1,1	0,4	1,1	0,1	1,0	0,6	1,0	0,4
Costruzioni	7,2	-5,2	7,5	-5,4	7,4	-6,4	6,9	-4,8
Servizi	70,1	0,7	69,4	-0,2	69,9	-0,2	70,8	0,2
Commercio e riparazioni di autoveicoli e motocicli	14,6	-0,1	14,4	-0,7	15,8	-1,1	13,2	-0,3
Servizi di alloggio e ristorazione	5,5	3,7	6,4	0,7	7,0	0,8	7,8	-0,2
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,8	-1,1	8,4	-1,2	7,9	-1,8	9,4	-0,6
Attività finanziarie e assicurative	2,6	0,4	2,7	0,3	2,4	0,2	2,3	0,8
Servizi vari a imprese e famiglie (2)	12,0	1,5	11,7	0,9	12,3	1,0	11,6	1,3
Amministrazione pubblica (3)	5,3	-1,8	5,4	-1,9	4,5	-1,9	4,5	-1,8
Istruzione	5,8	-1,8	5,8	-2,4	4,1	-1,7	5,0	-1,8
Sanità	6,9	1,4	6,7	0,8	6,1	1,0	6,1	1,6
Altri servizi pubblici, sociali e personali	3,9	1,6	3,8	0,7	3,8	1,2	3,5	1,5
Attività di famiglie e convivenze	6,7	4,2	4,1	2,4	6,0	1,3	7,4	1,6
Totale	100,0	-0,3	100,0	-1,1	100,0	-1,4	100,0	-0,7
di cui: <i>irregolari</i>	10,5	0,8	12,1	-0,9	....	....	17,0	-1,2

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

(1) L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. – (2) Attività immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche, amministrative e di supporto. – (3) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria.

Figura 9.1



Fonte: Istat, *Conti economici nazionali* e *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) 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).

Secondo i dati dell'Istat, nelle imprese con almeno dieci dipendenti la riduzione delle ore lavorate è attribuibile per un terzo alla crescita dell'incidenza delle posizioni a tempo parziale, per un altro terzo all'incremento delle ore di CIG, arrivate a rappresentare quasi il 4 per cento del monte ore totale, e per circa un decimo alla diminuzione del 6,7 per cento delle ore di straordinario.

Nel 2012 il numero dei lavoratori dipendenti a tempo parziale è aumentato del 10,0 per cento rispetto al 2011 (tav. 9.2). Pur rimanendo una modalità di impiego prevalentemente femminile, negli ultimi quattro anni l'incidenza del part-time è salita in misura significativa anche fra gli occupati dipendenti maschi, raggiungendo quasi il 7 per cento nel 2012. L'accelerazione si riferisce esclusivamente al cosiddetto part-time involontario: tra il 2008 e il 2012 è raddoppiata la quota di occupati maschi che hanno accettato un lavoro a orario ridotto nell'impossibilità di trovarne uno a tempo pieno.

Tavola 9.2

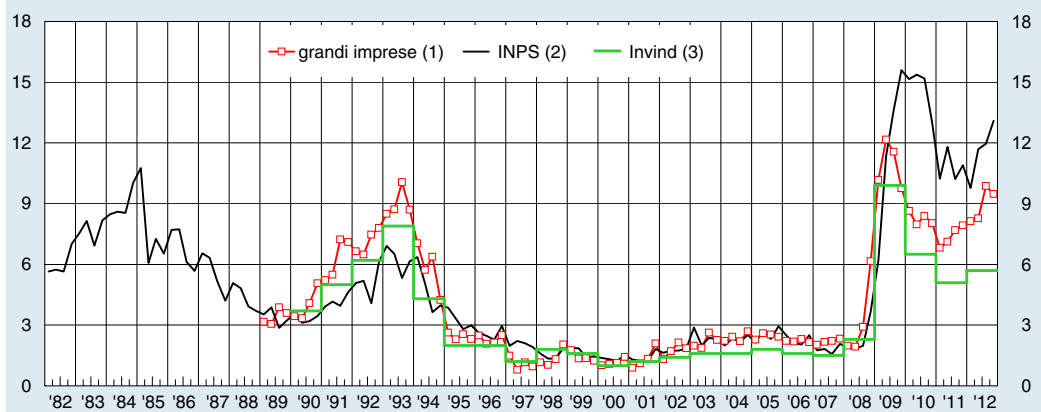
Struttura dell'occupazione nel 2012 (1) (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2011-12	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2011-12	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2011-12
Occupati dipendenti	12.696	..	4.518	-0,6	17.214	-0,2
Permanenti	11.118	-0,5	3.721	-1,1	14.839	-0,7
a tempo pieno	9.237	-1,9	3.170	-3,8	12.407	-2,4
a tempo parziale	1.881	6,8	551	17,6	2.432	9,1
Temporanei	1.578	3,9	797	1,7	2.375	3,1
a tempo pieno	1.135	0,5	565	-2,4	1.700	-0,4
a tempo parziale	443	13,4	232	13,2	675	13,3
Occupati indipendenti	4.022	-0,9	1.663	-0,4	5.685	-0,7
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.415	-1,0	1.460	0,3	4.875	-0,6
Coadiuvanti in imprese familiari	249	-6,7	83	-12,0	332	-8,1
Soci di cooperative	31	-1,9	14	17,2	45	3,2
Collaboratori coordinati	240	4,8	80	-0,1	320	3,5
Prestatori d'opera occasionali	87	9,9	26	-5,6	113	5,9
A tempo pieno	3.427	-2,6	1.459	-1,7	4.886	-2,3
A tempo parziale	596	10,0	203	10,3	799	10,1
Totale occupati	16.718	-0,2	6.180	-0,6	22.899	-0,3

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.

Nel complesso del 2012 le ore autorizzate di CIG sono tornate ad aumentare (12,1 per cento; -18,8 per cento nel 2011), raggiungendo un livello pari al 3,6 per cento del totale delle ore effettivamente lavorate dagli occupati dipendenti (quasi il 12 per cento nella sola industria in senso stretto; fig. 9.2). L'incremento è andato intensificandosi nel corso dell'anno e ha interessato sia gli interventi ordinari sia quelli in deroga; la componente straordinaria, contrattasi nella media dell'anno (-5,5 per cento), è tornata a crescere negli ultimi mesi del 2012. Secondo le stime dell'INPS, le imprese hanno effettivamente utilizzato meno della metà delle ore autorizzate, in linea con l'anno precedente.

La riduzione del numero di lavoratori dipendenti ha riflesso, in misura prevalente, un calo dei nuovi contratti attivati, a fronte di un numero di cessazioni sostanzialmente stabile rispetto al 2011.

**Incidenza delle ore di Cassa integrazione guadagni
sul totale delle ore lavorate nell'industria in senso stretto**
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; INPS; Istat, *Conti economici nazionali* e *Indagine sulle grandi imprese*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Imprese con almeno 500 addetti; ore effettive. – (2) Ore autorizzate (INPS) in rapporto alle ore lavorate dai dipendenti nell'industria in senso stretto (*Conti economici nazionali*). I dati di contabilità nazionale sono classificati secondo l'Ateco 2002 fino al 1991 e secondo l'Ateco 2007 dal 1992. – (3) Imprese con almeno 50 addetti; ore effettive.

Secondo le informazioni trimestrali sulle Comunicazioni obbligatorie (CO) diffuse dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, il numero di nuove posizioni di lavoro subordinato e parasubordinato è diminuito del 2,2 per cento (pari a 230.000 nuovi contratti di lavoro in meno) dopo essere aumentato nei due anni precedenti; il calo è più marcato per il numero di lavoratori coinvolti (-3,3 per cento). Il numero di rapporti di lavoro cessati, permanenti o temporanei, è aumentato solo lievemente (0,8 per cento; 77.000 rapporti di lavoro), stabilizzandosi rispetto agli elevati ritmi di crescita rilevati nei due anni precedenti e interessando un numero di lavoratori sostanzialmente stabile.

Nel corso del 2012 sembra essersi indebolita la tendenza delle imprese, emersa negli anni recenti, a privilegiare forme occupazionali flessibili per far fronte al protrarsi dell'incertezza circa i tempi e l'intensità della ripresa. Nel secondo semestre la diminuzione del numero di occupati a tempo indeterminato si è accompagnata con un minore ricorso al lavoro parasubordinato e a forme contrattuali atipiche: ne è disceso un uso più esteso dei contratti di lavoro dipendente a tempo determinato. Secondo i conti nazionali le posizioni irregolari, svolte in assenza di un contratto di lavoro o in violazione della normativa fiscale vigente, sono diminuite dell'1,2 per cento, in misura maggiore di quelle regolari (-0,6 per cento).

La flessione dell'occupazione indipendente (-0,7 per cento) è riconducibile quasi esclusivamente al calo del numero di lavoratori in proprio che operano senza dipendenti nel settore industriale, in particolare quelli con bassi livelli di istruzione. È viceversa aumentato il numero di liberi professionisti, soprattutto laureati.

A livello settoriale sono proseguite le dinamiche osservate all'inizio della crisi: i cali occupazionali si sono concentrati nelle costruzioni (-5,2 per cento) e nell'industria in senso stretto (-1,7 per cento). L'occupazione nel settore dei servizi (0,7 per cento) ha lievemente rallentato rispetto al 2011 per effetto dell'ulteriore considerevole diminuzione del numero di lavoratori dipendenti delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*); nei servizi privati la crescita è stata più intensa nelle attività di alloggio e ristorazione (3,7 per cento) e nei servizi alla persona (4,2 per cento).

Le differenze territoriali nelle dinamiche occupazionali riflettono i diversi andamenti settoriali (cfr. *L'economia delle regioni italiane*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione). Il calo osservato nel Nord Ovest è infatti imputabile all'elevata incidenza del settore industriale; quello nel Mezzogiorno al peso del settore della Pubblica amministrazione.

La contrazione dell'occupazione è proseguita anche nel primo trimestre del 2013 (-1,8 per cento rispetto allo stesso periodo del 2012). Secondo le inchieste congiunturali la flessione continuerebbe, a un ritmo più contenuto, nel resto dell'anno. L'indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, rileva che la quota di imprese che prevedevano una riduzione degli organici nei tre mesi successivi all'intervista è scesa in marzo al 22,9 per cento, dal 30,7 rilevato lo scorso dicembre. All'opposto è aumentata la quota di imprese che prospettavano un incremento della manodopera utilizzata, soprattutto nel comparto manifatturiero.

La composizione dell'occupazione residente

Sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2012 il numero di occupati residenti si è ridotto, nella media d'anno, dello 0,3 per cento (69.000 unità; tav. 9.3). Il tasso di occupazione delle persone di età compresa fra 15 e 64 anni è risultato pari al 56,8 per cento (56,9 nel 2011).

Il numero degli occupati italiani è diminuito dello 0,7 per cento (-0,4 nel 2011). È proseguita la riduzione dei divari di genere: nel 2012 la differenza fra i tassi di occupazione per la popolazione in età da lavoro maschile e femminile pari, rispettivamente, al 66,0 e al 46,7 per cento, è diminuita di 1,3 punti percentuali rispetto al 2011 e di 4,7 rispetto al 2005. Il fenomeno, pur comune a tutte le fasce anagrafiche, è stato particolarmente accentuato nelle classi intermedie di età. Le difficoltà occupazionali dei lavoratori più giovani e l'allungamento della vita lavorativa, parzialmente riconducibile all'innalzamento dei requisiti di pensionamento previsti dalla riforma previdenziale approvata nel 2011, hanno riguardato allo stesso modo i lavoratori di entrambi i sessi. Nella fascia di età compresa fra 35 e 54 anni, invece, alla crescita occupazionale della componente femminile (0,2 per cento), trainata dall'aumento dell'offerta di lavoro, si è contrapposta la contrazione di quella maschile (-1,4 per cento).

Il tasso di crescita del numero di occupati stranieri si è ridotto al 3,7 per cento, dall'8,2 del 2011. Il fenomeno ha interessato soprattutto la componente maschile, che si concentra nel settore delle costruzioni ed è salita solo di mezzo punto percentuale dopo essere aumentata in media di quasi il 10 per cento all'anno fra il 2004 e il 2011. L'incremento della componente femminile (8,4 per cento) è stato invece sostenuto dall'espansione del settore dei servizi alla persona. Il rallentamento dell'occupazione straniera si è accompagnato con il calo dei flussi immigratori: il tasso di crescita della popolazione straniera di età superiore ai 15 anni è diminuito dal 9,5 del 2011 al 6,6 per cento dello scorso anno. Il tasso di occupazione degli stranieri fra 15 e 64 anni è sceso al 60,6 per cento (71,5 per gli uomini, 50,8 per le donne).

Tavola 9.3

Offerta di lavoro nel 2012 (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2011-12 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2011-12 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2011-12 (2)
Forze di lavoro	18.181	1,7	7.461	3,7	25.642	2,3
femmine	7.952	2,9	2.781	6,5	10.733	3,8
maschi	10.229	0,8	4.680	2,1	14.909	1,2
italiani	15.829	1,2	7.096	3,4	22.926	1,8
stranieri	2.352	5,4	365	10,8	2.717	6,1
Totale occupati	16.718	-0,2	6.180	-0,6	22.899	-0,3
femmine	7.214	0,8	2.244	2,5	9.458	1,2
maschi	9.504	-0,9	3.937	-2,2	13.441	-1,3
italiani	14.697	-0,7	5.868	-0,9	20.565	-0,7
stranieri	2.021	3,2	313	6,6	2.334	3,7
In cerca di occupazione	1.463	29,5	1.281	31,0	2.744	30,2
femmine	738	29,0	537	27,4	1.275	28,3
maschi	725	29,9	744	33,7	1.469	31,8
italiani	1.132	32,3	1.229	30,4	2.361	31,3
stranieri	330	20,6	52	44,8	383	23,4
Tasso di partecipazione (15-64 anni)	69,5	1,1	53,0	2,0	63,7	1,4
femmine	61,3	1,7	39,3	2,5	53,5	2,0
maschi	77,7	0,5	67,0	1,5	73,9	0,9
italiani	69,2	1,3	52,5	2,0	62,9	1,6
stranieri	71,6	-0,5	64,6	0,9	70,6	-0,4
Tasso di occupazione (15-64 anni)	63,8	-0,2	43,8	-0,2	56,8	-0,2
femmine	55,5	0,4	31,6	0,8	47,1	0,6
maschi	72,0	-0,8	56,2	-1,2	66,5	-0,9
italiani	64,1	..	43,3	-0,2	56,4	-0,1
stranieri	61,5	-1,7	55,3	-1,4	60,6	-1,7
Tasso di disoccupazione	8,0	1,7	17,2	3,6	10,7	2,3
femmine	9,3	1,9	19,3	3,2	11,9	2,3
maschi	7,1	1,6	15,9	3,8	9,9	2,3
italiani	7,2	1,7	17,3	3,6	10,3	2,3
stranieri	14,1	1,8	14,3	3,4	14,1	2,0
Tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni)	28,9	5,5	46,9	6,6	35,3	6,2
femmine	31,2	5,3	49,9	5,2	37,5	5,5
maschi	27,2	5,7	45,1	7,4	33,7	6,6
italiani	28,0	5,4	47,5	6,2	35,5	6,0
stranieri	33,1	6,4	35,8	14,4	33,5	7,3

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 di occupazione 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.

Secondo i dati ufficiali del bilancio demografico dell'Istat sulla popolazione residente, il tasso netto di immigrazione straniera per 1.000 residenti è cresciuto dal 2,7 del 2002 all'8,3 del 2007, per poi ridursi progressivamente durante la crisi, fino ad attestarsi a circa il 4 per mille nel 2011. Le dinamiche, sia di

espansione iniziale sia di successiva contrazione, sono state più accentuate nel Centro Nord rispetto al Mezzogiorno e hanno interessato le province di tutte le dimensioni, con le sole eccezioni di quelle con popolazione media superiore al milione di abitanti, dove non c'è stata la contrazione recente. Nel complesso i flussi migratori sembrano adeguarsi tempestivamente agli andamenti del mercato del lavoro: secondo nostre elaborazioni, a livello provinciale un aumento di un punto percentuale del tasso di disoccupazione locale si associa a una riduzione del 4 per cento del numero di stranieri che acquisiscono la residenza. La flessione dei tassi netti di immigrazione è stata inoltre più marcata nelle regioni a maggiore vocazione industriale e più contenuta in quelle in cui il settore dei servizi alla persona impiega più del 10 per cento dei lavoratori. Si stima che la contrazione dei flussi di immigrazione a seguito della crisi possa essere spiegata per un terzo dall'andamento della disoccupazione e per un terzo dalla ricomposizione settoriale.

Il calo dell'occupazione non è stato omogeneo tra livelli di istruzione. Il tasso di occupazione è diminuito di 0,4 punti percentuali sia tra i laureati (al 76,6 per cento) sia tra le persone con licenza media (al 43,7 per cento), mentre si è contratto di un punto percentuale (al 64,2 per cento) tra i lavoratori in possesso del solo diploma di scuola superiore.

L'offerta di lavoro e la disoccupazione

Nel 2012 il numero di persone attive nel mercato del lavoro è aumentato di oltre mezzo milione (2,3 per cento), l'incremento più elevato dal 1977, primo anno di disponibilità dei dati. A fronte di un lieve calo del numero di persone in età da lavoro, il tasso di attività è salito al 63,7 per cento (62,2 per cento nel 2011). L'incremento ha interessato, pur con dinamiche e intensità differenti, tutte le principali fasce anagrafiche.

Secondo nostre elaborazioni sui dati della Rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat, l'incremento del tasso di attività fra i lavoratori fra 55 e 64 anni (dal 39,5 al 42,6 per cento) è dovuto in larghissima misura alla riduzione di oltre due punti percentuali del numero di coloro che lasciano il proprio impiego perché hanno maturato il diritto alla pensione o per altri motivi inerenti all'età. Il maggiore tasso di attività tra i lavoratori con meno di 55 anni (dal 67,6 al 68,6 per cento) è riconducibile alla più diffusa attività di ricerca di una occupazione: si è ridotta di oltre due punti la percentuale dei disoccupati che interrompono la ricerca di un impiego, pur rimanendo disponibili a lavorare, mentre è cresciuto il numero di coloro che, dopo un periodo di scoraggiamento, tornano a cercare attivamente un posto di lavoro. Tra i giovani con meno di 25 anni questo riflette soprattutto l'intensificarsi della ricerca durante il corso di studi a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi di scolarità.

Nella prima parte dell'attuale crisi i disoccupati, scoraggiati dal calo dell'occupazione, sceglievano di uscire dalla forza lavoro, probabilmente procrastinando l'attività di ricerca di un impiego: al netto delle differenze regionali, un tasso di disoccupazione più alto si associava a una minore partecipazione al mercato del lavoro. Nell'ultimo biennio, con il prolungarsi della fase recessiva, le persone in età da lavoro rispondono invece al peggioramento delle prospettive occupazionali attraverso una più intensa e frequente ricerca di un impiego: l'offerta di lavoro cresce ora più rapidamente nelle regioni in cui l'aumento della disoccupazione è più marcato.

Nel 2012 l'espansione dell'offerta e la debolezza della domanda di lavoro hanno concorso a elevare il tasso di disoccupazione medio al 10,7 per cento (8,4 nel 2011), corrispondente a 2.700.000 persone. L'aumento del tasso di disoccupazione ha continuato a essere particolarmente marcato tra i giovani della fascia di età tra 15 e 24 anni (35,3 per cento, dal 29,1 del 2011), ma è stato pari a oltre un punto percentuale anche nella popolazione di età superiore ai 44 anni.

Tra il 2007 e il 2012 il numero di disoccupati con almeno 45 anni è più che raddoppiato, da 248.000 a 649.000 persone; lo scorso anno quasi un disoccupato su quattro aveva superato i 44 anni,

contro uno su sei nel 2007. Nel confronto con i più giovani, i disoccupati adulti hanno maggiori difficoltà a trovare un nuovo impiego. I dati disponibili mostrano che nel 2012, a distanza di un anno dall'inizio della ricerca di un nuovo lavoro, quasi il 40 per cento dei disoccupati con meno di 25 anni è nuovamente impiegato, mentre circa il 3 per cento ha sospeso l'attività di ricerca perché ritiene di non poter trovare un impiego; valori analoghi sono riscontrabili nella fascia di età compresa tra 25 e 44 anni. Tra i disoccupati con oltre 44 anni la percentuale dei reimpiegati scende al 24,5, mentre quella degli scoraggiati sale all'8,6. Tali differenze tra fasce di età si sono sensibilmente ampliate negli ultimi anni.

L'aumento tra i disoccupati del numero di persone adulte con precedenti esperienze lavorative pone problemi di ricollocazione tra occupazioni e settori, in particolare per i lavoratori provenienti dal settore delle costruzioni che trovano più difficilmente un impiego in altri settori. Le difficoltà sono accentuate da un accesso, ancora frammentato e limitato, a politiche attive che prevedono percorsi di formazione e riqualificazione professionale.

Nel settore edile è impiegato quasi il 60 per cento dei lavoratori in possesso al massimo della sola licenza di scuola media e meno del 4 per cento dei laureati; vi lavora oltre il 25 per cento dei lavoratori maschi stranieri. Il calo dell'occupazione, pari a circa 220.000 persone tra il 2008 e il 2012, ha riguardato, per oltre tre quarti, operai e apprendisti. Secondo nostre stime, solo il 12 per cento dei disoccupati precedentemente occupati nelle costruzioni trova impiego entro un anno in un settore diverso da quello di provenienza; questa percentuale è di oltre il 20 per cento per i lavoratori dei servizi privati. L'alta incidenza del lavoro autonomo nel settore (38,8 per cento, contro il 24,8 dell'intera economia) riduce l'accesso agli istituti di sostegno del reddito e agli interventi di formazione previsti prevalentemente per i lavoratori dipendenti.

L'espansione dell'offerta di lavoro si è interrotta nei primi mesi del 2013. In marzo, al netto dei fattori stagionali, il tasso di attività si è attestato al 63,7 per cento, dal 64,1 dell'ultimo trimestre del 2012. Il calo dell'occupazione ha tuttavia sospinto il numero di disoccupati a quasi 3 milioni.

La regolamentazione del mercato del lavoro

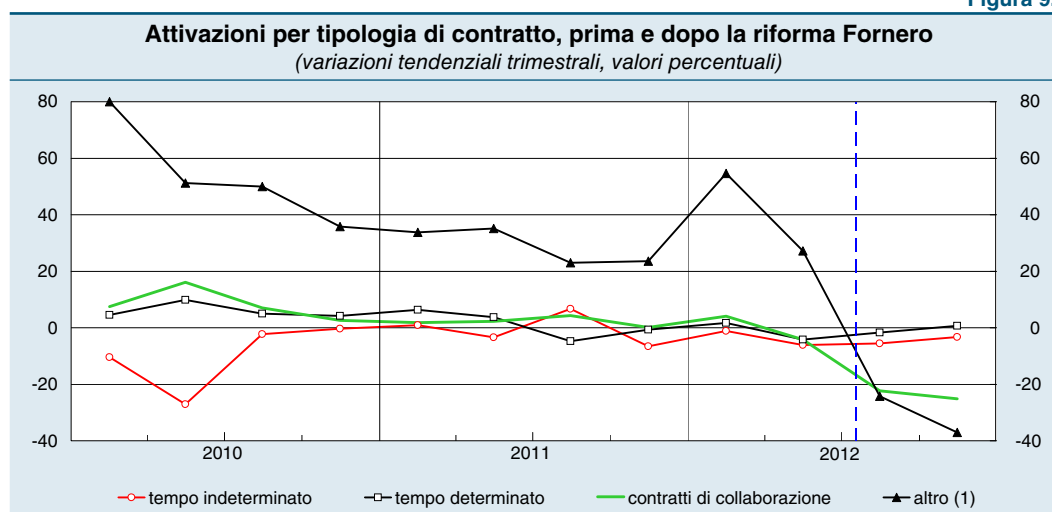
La legge 28 giugno 2012, n. 92 (cosiddetta riforma Fornero) ha disposto un riassetto organico dei principali istituti del mercato del lavoro al fine di conseguire una distribuzione più omogenea sia delle tutele dell'impiego sia dell'accesso agli ammortizzatori sociali e alle politiche attive tra fasce diverse di occupati, pur preservando un adeguato grado di flessibilità nell'utilizzo dell'input di lavoro.

Numerosi provvedimenti hanno mirato a riequilibrare, utilizzando leve normative ed economiche, la convenienza delle diverse tipologie contrattuali. Il ricorso a forme particolarmente flessibili di lavoro subordinato (in somministrazione, a chiamata, accessorio) è stato circoscritto a casi di effettive necessità organizzative e produttive del datore di lavoro. Nell'ambito del lavoro parasubordinato, si è limitato l'uso del contratto di collaborazione allo svolgimento di mansioni e compiti a elevata professionalità, sono stati introdotti per via legislativa alcuni criteri presuntivi della natura subordinata del rapporto di lavoro e si è disposto un graduale allineamento delle aliquote contributive e delle retribuzioni contrattuali a quelle vigenti per le posizioni alle dipendenze. Per quanto riguarda i rapporti di lavoro a tempo determinato, la riforma ha rimosso l'obbligo di indicare la ragione dell'apposizione di un limite di durata per il primo contratto a termine, causa in passato di un ampio contenzioso, ma ha allungato l'intervallo minimo che deve intercorrere tra contratti stipulati con lo stesso lavoratore per disincentivarne un improprio utilizzo reiterato. È stata estesa la possibilità per un'impresa di

ricorrere alle diverse forme di apprendistato, purchè l'impresa abbia assunto a tempo indeterminato una quota minima degli apprendisti impiegati nel triennio precedente.

Le scarse evidenze disponibili indicano una ricomposizione delle nuove assunzioni verso contratti di lavoro subordinato a termine, a discapito delle forme di impiego meno tutelate, nei mesi successivi all'entrata in vigore della riforma in luglio. Secondo i dati delle CO, il numero di nuovi contratti di collaborazione, cresciuto ininterrottamente dal 2010, è diminuito per la prima volta nel secondo semestre del 2012 (100.000 contratti in meno rispetto allo stesso periodo del 2011, pari a una riduzione del 23,8 per cento; fig. 9.3); un analogo andamento riguarda i contratti a chiamata e quelli in associazione in partecipazione, i cui dati sono però disponibili solo per 11 regioni prevalentemente del Centro Nord. Si è all'opposto attenuato il calo delle assunzioni con contratto di lavoro dipendente standard, permanente e temporaneo, da 48.000 nel primo semestre a 18.000 nel secondo (da -1,9 a -1,4 per cento).

Figura 9.3



Fonte: Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Sistema informatico delle Comunicazioni obbligatorie; la linea blu tratteggiata indica l'entrata in vigore della riforma Fornero (legge 92/2012).

(1) Include: contratto di formazione lavoro (solo Pubblica amministrazione); contratti di inserimento lavorativo; contratto di agenzia a tempo determinato e indeterminato; contratto intermittente; lavoro autonomo nello spettacolo; lavoro interinale (solo Pubblica amministrazione).

La previsione di maggiori vincoli e oneri all'impiego di forme contrattuali flessibili è stata affiancata da un riordino della disciplina del licenziamento individuale per ridurre l'onere economico a carico del datore di lavoro derivante da un'eventuale impugnazione del provvedimento da parte del lavoratore. La reintegrazione nel posto di lavoro è ora prevista solo in casi specifici e sono state eliminate le sanzioni amministrative per il ritardato pagamento dei contributi sociali; in alternativa, il giudice può disporre un risarcimento economico entro limiti predefiniti. La riforma ha mirato anche a ridurre i costi legati alla durata del contenzioso, introducendo il tentativo obbligatorio di conciliazione da esperire prima di ricorrere all'Autorità giudiziaria e un rito speciale per le controversie in materia di licenziamenti individuali.

Le prime indicazioni delle CO non segnalano un'accelerazione dei licenziamenti dopo l'entrata in vigore della riforma. Tra il primo e il secondo semestre del 2012 è aumentato il ritmo di crescita delle interruzioni del rapporto di lavoro per cessazione di attività (dall'1,7 al 3,1 per cento), ma non dei licenziamenti individuali e collettivi (dal 14,8 al 13,3 per cento); nelle Regioni e Province autonome aderenti alla rete SeCO (Statistiche e Comunicazioni Obbligatorie), le iscrizioni alle liste di mobilità per licenziamento collettivo sono tornate a crescere (da -8,5 a 3,2 per cento), mentre quelle per licenziamento individuale, più interessate dalla riforma, hanno rallentato (dal 27,1 al 19,9 per cento).

Gli interventi sugli istituti che regolano i rapporti di lavoro si sono accompagnati con la revisione del sistema degli ammortizzatori sociali. La nuova assicurazione sociale per l'im-

piego (ASpI) sostituisce a regime, ampliandone la platea di beneficiari, le precedenti indennità di disoccupazione ordinarie non agricole ed edili, quelle a requisiti ridotti e l'indennità di mobilità. Per i lavoratori parasubordinati è resa permanente l'indennità introdotta con la legge 23 dicembre 2009, n. 191, e determinata secondo modalità diverse dall'ASpI.

L'ASpI include gli apprendisti (circa 700.000 persone) prima esclusi e, rimuovendo il requisito di iscrizione per almeno 2 anni all'INPS previsto precedentemente dall'indennità di disoccupazione a requisiti ridotti, estende l'accesso a un trattamento più breve (mini-ASpI) anche ai nuovi entrati nel mercato del lavoro purché abbiano maturato almeno 13 settimane di contributi. In entrambi i casi il sussidio non è mai inferiore a quello soppresso. L'introduzione dell'ASpI penalizza invece chi in precedenza aveva diritto all'indennità di mobilità, più favorevole per la durata, ma disponibile solo per i lavoratori a tempo indeterminato con un'anzianità aziendale di almeno un anno e impiegati in imprese di specifici settori e classi dimensionali.

La riforma ha imposto una contribuzione per l'ASpI più alta per i contratti a tempo determinato, in considerazione della maggiore probabilità che questi generino una richiesta dei relativi sussidi. Tale differenziazione, insieme alla previsione di un contributo per il licenziamento dei lavoratori a tempo indeterminato e degli apprendisti, ha introdotto una logica di *experience rating* nel meccanismo di finanziamento dell'ASpI che mira a limitarne gli usi opportunistici e a incentivare una gestione socialmente più efficiente del turnover della forza lavoro.

La legge ha razionalizzato l'istituto della CIG straordinaria, mantenendo la possibilità di ricorrervi in caso di crisi aziendale, ristrutturazione o riorganizzazione, ma escludendo le imprese oggetto di procedure fallimentari. Per le imprese con almeno 15 dipendenti dei settori non coperti si dispone obbligatoriamente la costituzione di fondi bilaterali di solidarietà o l'adesione a un fondo residuale, gestito secondo le stesse modalità e istituito presso l'INPS.

Le retribuzioni, il costo del lavoro e le relazioni industriali

Nel 2012 le retribuzioni nominali di fatto per unità di lavoro (Ula) dipendente nell'intera economia hanno rallentato per il secondo anno consecutivo, all'1,0 per cento dall'1,3 del 2011 (tav. 9.4), registrando il tasso di crescita più basso dal 1993. In presenza di un'accelerazione dei prezzi al consumo, le retribuzioni reali hanno segnato una contrazione più marcata dell'anno precedente (-1,9 per cento, da -1,5 nel 2011) e, secondo nostre stime, rimarrebbero stabili nel prossimo biennio.

Nel pubblico impiego, a fronte del blocco della contrattazione e del congelamento delle progressioni stipendiali, le retribuzioni nominali sono rimaste sostanzialmente invariate nel 2012 e dovrebbero continuare a esserlo anche nel 2013 (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). Alla decelerazione nel settore privato (all'1,6 per cento, dal 2,0 nel 2011), che ha interessato tutti i comparti con l'eccezione delle attività finanziarie, immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche, ha contribuito per lo più l'andamento delle retribuzioni definite dai contratti collettivi (1,5 per cento; 1,8 nel 2011). Gli incrementi salariali stabiliti dai contratti nazionali siglati nel corso del 2012 (tra i più rilevanti, quelli dei settori del credito, alimentare, chimico e metalmeccanico) risultano, al netto dei recuperi dell'inflazione riferiti ai precedenti contratti, pressoché in linea con la dinamica dell'indice dei prezzi. In caso di crisi aziendali o per agevolare l'avvio di nuove attività, alcuni contratti hanno introdotto la possibilità per i datori di lavoro di posticipare, d'intesa con i sindacati, la decorrenza di singole tranches di aumenti.

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	-1,4	-2,5	1,1	3,6	3,5	2,3	67,0	1,8	1,7
2009	-15,1	-9,5	-6,2	2,9	2,7	9,5	70,1	-1,4	2,1
2010	6,0	-3,2	9,5	4,6	4,2	-4,8	68,2	6,5	3,0
2011	1,2	0,4	0,8	2,6	2,3	1,5	70,0	3,5	-0,2
2012	-3,5	-1,9	-1,6	2,1	2,0	3,6	72,3	1,6	-0,9
<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	3,3	3,4	6,0	70,4	0,1	1,4
2009	-8,4	-1,4	-7,1	4,0	3,7	11,6	73,2	-1,2	3,2
2010	-3,1	-2,3	-0,8	2,9	2,6	3,4	76,1	3,1	1,3
2011	-3,4	-2,2	-1,2	2,9	2,4	3,7	74,8	-3,0	0,1
2012	-6,3	-5,4	-1,0	2,1	1,7	2,7	73,9	-2,2	-0,9
<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	2,5	2,5	2,5	53,4	0,9	0,6
2009	-3,9	-1,5	-2,4	0,9	0,7	3,1	54,0	-1,1	0,1
2010	1,6	-0,5	2,0	2,9	2,9	0,8	54,4	2,8	1,4
2011	0,8	1,2	-0,4	1,4	1,3	1,8	54,4	-0,4	-1,4
2012	-1,2	-0,1	-1,1	1,1	1,0	2,2	54,7	-0,4	-1,8
<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	2,7	0,2
2006-2010	-0,4	-0,6	0,2	2,9	2,8	2,7	60,2	1,2	1,0
2009	-7,0	-3,7	-3,5	1,9	1,6	5,2	61,5	-0,8	1,1
2010	2,2	-1,3	3,5	3,4	3,2	-0,3	61,6	3,8	1,8
2011	0,5	0,3	0,2	2,0	1,9	1,6	61,8	0,4	-0,8
2012	-2,2	-1,3	-0,9	1,6	1,5	2,4	62,3	..	-1,4
<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	-0,4	0,1	2,7	2,7	2,5	65,0	0,9	0,8
2009	-5,6	-2,9	-2,8	1,8	1,7	4,7	66,1	-0,5	1,1
2010	1,7	-1,1	2,8	2,8	2,8	-0,1	66,2	2,9	1,2
2011	0,5	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	66,1	0,2	-1,5
2012	-2,0	-1,1	-1,0	1,0	1,0	2,0	66,5	-0,3	-1,9

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

Nostre analisi mostrano che dai primi anni novanta gli aumenti retributivi definiti negli accordi collettivi di categoria tendono a essere significativamente più contenuti quando, nel trimestre in cui il contratto è rinnovato, i tassi di disoccupazione e le durate medie della disoccupazione sono più elevati anche tenendo conto di differenze sistematiche tra settori di attività. Tale relazione si sarebbe rafforzata nel tempo, presumibilmente per il progressivo indebolimento delle rigidità del mercato del lavoro. Secondo i dati dell'indagine Invind della Banca d'Italia, la probabilità che le imprese concedano aumenti retributivi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal contratto nazionale di riferimento risente sia della condizione economica corrente dell'impresa, sia dell'andamento della disoccupazione nel mercato locale del lavoro.

Secondo i dati rilevati dal sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre del 2012, il 37,4 per cento dei lavoratori occupati nelle imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari ha ricevuto nel corso dell'anno un aumento retributivo ulteriore rispetto a quello previsto dal contratto nazionale di riferimento; per oltre la metà delle imprese tale incremento è stato positivo ma inferiore all'1 per cento.

Per valorizzare la contrattazione decentrata, la legge 24 dicembre 2012, n. 228 (legge di stabilità 2013) ha prorogato per il triennio 2013-15 il regime fiscale agevolato delle somme erogate a titolo di retribuzione di produttività, in esecuzione di contratti collettivi aziendali o territoriali. Dallo scorso anno le somme corrisposte dai contratti di secondo livello a fronte di incrementi di produttività beneficiano in via permanente anche di sgravi contributivi (legge 92/2012).

La misura di sgravio fiscale prevede per i lavoratori dipendenti del settore privato con redditi da lavoro fino a 40.000 euro lordi annui un'imposta sostitutiva dell'Irpef e delle addizionali locali pari al 10 per cento da applicare a un importo massimo della retribuzione di produttività di 2.500 euro lordi annui. Gli incrementi salariali ammissibili possono beneficiare del trattamento fiscale agevolato se associati a indicatori quantitativi di produttività, redditività, qualità, efficienza o innovazione, ovvero se connessi con l'attivazione di misure di ridefinizione più flessibile dei tempi di lavoro e di riorganizzazione delle mansioni. Lo sgravio contributivo, che consiste in una riduzione fino a 25 punti percentuali dell'aliquota a carico del datore di lavoro e nell'esonero totale dalla quota a carico del lavoratore, si applica a erogazioni legate alla produttività in misura non superiore al 2,25 per cento della retribuzione contrattuale.

L'articolo 8 del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138 (convertito dalla legge 14 settembre 2011, n. 148) stabilisce che i contratti di secondo livello possono 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. Secondo il sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre del 2012, solo una quota limitata delle imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari sarebbe interessata all'esercizio di queste deroghe per modificare gli istituti che disciplinano gli orari, i turni e l'organizzazione del lavoro (13,7 per cento; 18,6 per cento nel 2011).

Nel 2012 il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) dell'intera economia è salito al 2,0 per cento, dallo 0,9 dell'anno precedente. A fronte del rallentamento delle retribuzioni nominali per unità di lavoro, l'accelerazione del CLUP è riconducibile esclusivamente alla contrazione di un punto percentuale della produttività che era invece cresciuta dello 0,4 per cento nel 2011 (tav. 9.4). L'accelerazione del CLUP è stata più forte nell'industria in senso stretto (da 1,5 a 3,6 per cento), dove la produttività è tornata a flettere dopo i recuperi del precedente biennio (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Nel 2012 il CLUP ha accelerato anche in Germania (2,8 per cento dall'1,3 nel 2011) e in Francia (2,0 per cento dall'1,1; cfr. il capitolo 5: Gli andamenti macroeconomici). Anche in questi paesi la dinamica è stata più marcata nell'industria in senso stretto, settore in cui la produttività oraria si è ridotta rispettivamente dello 0,2 e dello 0,4 per cento. Il CLUP ha invece continuato a diminuire in Spagna (-3,2 per cento).

Fra il 1998 e il 2008 il CLUP relativo all'intera economia è cresciuto molto lentamente in Germania (a un tasso medio annuo dello 0,1 per cento), e più intensamente in Italia, Francia e Spagna (rispettivamente, 2,5, 2,0 e 3,2 per cento); tendenze analoghe hanno riguardato anche l'industria in senso stretto. La recessione ha agevolato l'allineamento delle diverse dinamiche del CLUP: tra il 2008 e il 2012 ha rallentato in Italia (1,7 per cento), ha continuato a crescere del 2,0 per cento in Francia, mentre ha accelerato in Germania (2,1 per cento); in Spagna l'aumento della produttività, dovuto alla forte contrazione dell'input di lavoro, si è riflesso in una riduzione del CLUP (-1,4 per cento), pur a fronte di una dinamica salariale di poco inferiore a quella italiana. Un confronto dell'evoluzione nel lungo periodo delle quote del lavoro sul valore aggiunto dei comparti manifatturieri nei principali paesi europei indica un processo di convergenza, con una riduzione della quota più marcata nei paesi, come la Germania, che storicamente registravano valori particolarmente alti.

10. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE POLITICHE STRUTTURALI

Nel 2012 il valore aggiunto si è ridotto in quasi tutti i settori. Il confronto con le principali economie europee, in cui la diminuzione dell'attività è stata inferiore, conferma la fragilità del sistema produttivo italiano che ancora non ha superato gli ostacoli che ne hanno frenato la crescita già nel decennio precedente la grande recessione.

La ridotta dimensione delle imprese condiziona il livello e la dinamica della produttività, rendendo più difficile sostenere i costi e i rischi insiti nelle attività di innovazione e di espansione sui mercati internazionali. Il contesto istituzionale è poco favorevole all'attività di impresa. È stato avviato un ampio programma di riforme strutturali per stimolare la crescita nel medio termine; il suo completamento e la piena attuazione degli interventi già definiti sono condizioni essenziali per garantirne l'efficacia.

Gli andamenti settoriali

Nel 2012 il valore aggiunto è diminuito in termini reali del 2 per cento, invertendo la flebile ripresa registrata nel periodo 2010-11. Il calo, comune a tutti i principali settori, è stato più forte nella manifattura (-3,9 per cento), dove soltanto il comparto alimentare e quello farmaceutico hanno segnato un debole incremento (0,8 e 0,2 per cento, rispettivamente), e soprattutto nelle costruzioni, colpite dalla contrazione più elevata dall'inizio della crisi (-6,3 per cento; tav. 10.1).

Tra le produzioni manifatturiere soggette a una più forte riduzione dell'attività vi sono quelle tradizionali: nel 2012 il valore aggiunto è diminuito del 7,5 per cento nel settore tessile, dell'abbigliamento e dei prodotti in pelle e del 6,4 nel settore dei mobili e delle altre industrie manifatturiere.

Il valore aggiunto dei servizi si è contratto dell'1,2 per cento, risentendo in particolare delle difficoltà dei comparti più legati all'attività manifatturiera, come quello dei trasporti e magazzinaggio (-4,7 per cento).

Considerata la dinamica settoriale delle unità di lavoro, complessivamente diminuite dell'1,1 per cento (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*), l'andamento del valore aggiunto si è riflesso in gran parte in quello della produttività del lavoro. Nel 2012 questa si è ridotta dell'1 per cento nel complesso dell'economia, di quasi il 2 nella manifattura.

Dal 2007 il valore aggiunto si è contratto del 6,5 per cento. I settori maggiormente colpiti sono stati le costruzioni, con un calo di oltre il 20 per cento, e l'industria manifatturiera, con una riduzione del 15,9. Alla flessione dell'attività manifatturiera

hanno concorso tutti i principali comparti ad eccezione della farmaceutica. Nelle produzioni tradizionali (tessile e calzature, legno e mobili), il valore aggiunto si è ridotto di poco meno di un quarto; ancora più marcato è stato il calo registrato nei comparti della raffinazione e dei mezzi di trasporto (-31,9 e -26,3 per cento, rispettivamente).

Tavola 10.1

Valore aggiunto e produttività del lavoro per settore di attività economica (quote e variazioni percentuali medie annue)										
SETTORI	Quota sul valore aggiunto totale (1)		Valore aggiunto (2)				Produttività (3)			
	2007	2012	2001-2007	2008-2012	2011	2012	2001-2007	2008-2012	2011	2012
AGRICOLTURA	2,1	2,0	-0,5	-1,1	0,2	-4,4	1,2	0,9	3,1	-1,0
INDUSTRIA	27,2	24,2	1,1	-3,5	0,1	-4,2	0,3	-0,6	0,5	-1,2
Industria in senso stretto	20,8	18,3	0,8	-3,1	1,2	-3,5	0,8	0,1	0,8	-1,6
Industria estrattiva	0,4	0,3	-1,2	-3,8	1,1	-0,6	-1,0	-0,4	1,4	5,7
Industria manifatturiera	18,3	15,5	0,8	-3,4	1,0	-3,9	0,8	0,0	0,7	-1,9
Alimentare	1,8	1,8	-0,6	-0,8	1,7	0,8	-0,9	0,3	0,1	2,1
Tessile, abbigliamento e pelle	1,9	1,4	-2,0	-4,9	-5,3	-7,5	0,8	-0,4	-5,4	-6,6
Legno, carta, editoria	1,2	0,9	-0,3	-4,7	-1,5	-7,8	0,7	-0,6	1,8	-2,2
Coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio	0,4	0,1	-4,0	-7,4	7,0	-5,9	-4,2	-5,6	8,3	-1,1
Prodotti chimici	0,7	0,6	-0,9	-3,3	-5,0	-3,5	-0,6	-1,6	-5,2	-3,0
Prodotti farmaceutici	0,4	0,4	2,7	0,4	-0,6	0,2	2,8	3,0	0,5	1,8
Gomma, plastica e lavorazione minerali non metalliferi	1,8	1,4	0,9	-4,3	1,6	-6,7	1,4	0,8	4,4	-1,5
Metallurgia e prodotti in metallo	3,3	2,7	2,7	-3,4	4,5	-3,5	1,0	0,6	3,0	-0,7
Computer e prodotti di elettronica e ottica	0,7	0,8	1,2	-2,2	1,5	-0,3	0,8	0,3	-0,6	-0,4
Apparecchiature elettriche	0,8	0,8	2,4	-1,8	-1,3	-3,4	1,8	1,6	-0,4	-0,7
Macchinari e apparecchiature	2,3	2,2	2,5	-2,1	6,3	-2,6	1,0	-0,5	2,2	-2,8
Mezzi di trasporto	1,1	0,8	0,5	-5,9	-2,5	-3,3	0,8	-1,2	-3,7	-2,4
Mobili, altre industrie, riparazioni e installazioni	1,8	1,6	1,0	-5,4	0,4	-6,4	0,2	-2,0	1,4	-5,4
Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	1,5	1,5	1,8	-0,3	6,9	-0,4	4,3	0,5	6,6	-0,6
Acque, reti fognarie, rifiuti	0,7	0,9	0,0	-1,3	-5,6	-0,2	-2,5	-2,2	-6,6	-0,3
Costruzioni	6,3	5,9	2,5	-4,8	-3,4	-6,3	-0,4	-2,6	-1,2	-1,0
SERVIZI	70,8	73,8	1,4	-0,5	0,7	-1,2	0,1	-0,3	0,1	-1,0
di cui:										
commercio e riparazioni	11,0	10,9	0,5	-1,9	1,2	-1,6	-0,2	-1,2	0,8	-0,9
trasporti e magazzinaggio	5,5	5,6	1,4	-2,5	-0,3	-4,7	0,3	-1,8	-0,8	-3,0
alberghi e ristoranti	4,1	4,2	0,4	0,4	2,5	0,4	-1,5	0,4	0,3	-0,2
informazione e comunicazione	4,5	4,1	4,4	-0,1	-1,8	-1,9	2,9	0,2	-1,4	-1,9
attività finanziarie	5,3	5,3	3,2	1,7	0,5	0,3	1,6	2,1	1,1	0,0
attività immobiliari	12,6	14,1	1,0	-0,2	1,1	-0,1	-1,5	0,2	0,1	4,3
attività professionali, ammin. e servizi di supporto	8,4	9,0	1,4	-1,5	1,3	-1,7	-1,6	-2,4	-1,6	-2,8
TOTALE	100,0	100,0	1,3	-1,3	0,5	-2,0	0,3	-0,3	0,4	-1,0

Fonte: Istat, Conti economici nazionali.

(1) Ai prezzi base; valori a prezzi correnti. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (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.

Nel 2012 la quota dei servizi sul valore aggiunto è arrivata al 73,8 per cento (dal 70,8 del 2007): sono cresciuti in particolare i servizi finanziari, oltre a quelli domestici e dell'intrattenimento (dal 2007 dell'8,8, del 7,2 e del 5,4 per cento, rispettivamente). Si è invece lievemente ridotto il peso dell'agricoltura (al 2 per cento nel 2012), il cui valore aggiunto è diminuito, rispetto al 2007, del 5,5 per cento.

L'industria italiana ha risentito della prolungata crisi dell'ultimo quinquennio più degli altri principali paesi europei: la contrazione del valore aggiunto dell'industria in senso stretto è stata più che doppia rispetto a quella dell'area dell'euro. Il suo contributo al valore aggiunto complessivo è così sceso nel 2012 al 18,3 per cento, 2,5 punti percentuali meno che nel 2007, contro un calo di 0,8 punti percentuali nel quinquennio precedente. All'interno dell'area, la rilevanza dell'industria in Italia rimane comunque seconda solo a quella della Germania.

Il brusco calo dell'attività industriale si è ripercosso sulla domanda di energia, tornata nel 2012 sui livelli del 1998, e di conseguenza sull'output dell'industria della trasformazione energetica: tra il 2007 e il 2012 il valore aggiunto del settore dell'energia elettrica e del gas, assai dinamico negli anni precedenti, si è ridotto dell'1,7 per cento, mentre quello del comparto della raffinazione è diminuito di quasi un terzo.

Nel 2012 il tasso di utilizzo degli impianti delle raffinerie italiane è stato pari al 79 per cento, circa 20 punti percentuali meno di quanto registrato nel 2007, una riduzione da attribuire all'eccezionale contrazione dei consumi petroliferi nazionali nel corso dello stesso periodo (-24 per cento).

La produzione delle centrali termoelettriche tradizionali si è ridotta del 22 per cento rispetto al 2007, risentendo della minore domanda di energia elettrica (la richiesta sulla rete è diminuita del 4,3 per cento) e del forte eccesso di offerta determinato dall'incremento degli impianti a fonti rinnovabili (sostenuto da un generoso sistema di incentivi). Il settore della distribuzione del gas ha risentito negativamente della riduzione della domanda per generazione termoelettrica tradizionale (-28 per cento) e di quella per uso industriale (-31 per cento).

Le imprese e la crescita

L'intensificarsi della crisi del sistema produttivo trova riscontro negli indicatori di demografia di impresa. In base ai dati dei registri delle Camere di commercio, alla fine del 2012 il saldo tra iscrizioni e cessazioni (al netto delle cancellazioni d'ufficio) si è ridotto rispetto all'anno precedente soprattutto per il significativo aumento delle cessazioni. Il tasso di natalità netto, in lieve flessione per il totale dell'economia (0,3 per cento, dallo 0,8 del 2011), ha fatto registrare nel settore manifatturiero il valore negativo più basso dal periodo precedente la crisi (-2,2 per cento), risentendo soprattutto dell'aumento della mortalità di impresa.

Secondo i dati Cerved Group, nel 2012 hanno dichiarato fallimento oltre 12.000 imprese, il 9,3 per cento in più della media 2009-2011. Tra il 2009 e il 2012 l'incidenza dei fallimenti è stata superiore nell'industria manifatturiera, in particolare nei settori tradizionali, e nelle costruzioni. Sono aumentate anche le liquidazioni delle società di capitale, nel 2012 quasi 43.000, il 14 per cento in più rispetto alla media 2009-2011 (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese).

A frenare la capacità del sistema produttivo italiano di espandere le vendite e di generare valore aggiunto concorrono da tempo fattori istituzionali che limitano l'avvio e lo svolgimento dell'attività di impresa (cfr. il paragrafo: *Il quadro normativo*

per l'attività di impresa) e, nella fase più recente, una dinamica della domanda interna assai debole (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) e crescenti difficoltà nell'accesso al credito (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

Analisi econometriche condotte sui dati della Centrale dei bilanci indicano che quasi un decimo della riduzione del valore aggiunto registrata tra il 2006 (quando ancora non si riscontravano tensioni sul mercato interbancario) e il 2010 sia ascrivibile alla contrazione dell'offerta di credito bancario. Tale diminuzione ha influito negativamente sugli investimenti, in particolare per le imprese con minore liquidità e meno attività da fornire in garanzia, e ha ridotto i volumi dei crediti commerciali.

Oltre all'operare di questi fattori esterni, la performance delle imprese riflette le diverse strategie adottate. Secondo i dati dell'indagine della Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti (Invind), tra il 2010 e il 2012 la crescita del fatturato è stata più elevata per le imprese più attive sui mercati internazionali e per quelle più innovative.

Elaborazioni sui dati Invind indicano che nel 2010-12, tenendo conto di varie caratteristiche delle imprese manifatturiere (settore, localizzazione geografica e dimensione), la crescita del fatturato è stata superiore di 2,4 punti percentuali per le imprese le cui vendite sui mercati esteri contribuiscono per oltre un terzo ai ricavi complessivi e di 1,9 per le imprese che investono in ricerca e sviluppo. Per le imprese che adottano entrambe queste strategie il differenziale risulta pari a 4,1 punti percentuali.

La distribuzione dimensionale delle imprese italiane troppo sbilanciata, nel confronto internazionale, su aziende piccole e piccolissime influisce negativamente sul livello e sulla dinamica della produttività aggregata e limita la diffusione delle strategie di internazionalizzazione e di innovazione all'interno del sistema produttivo (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione*).

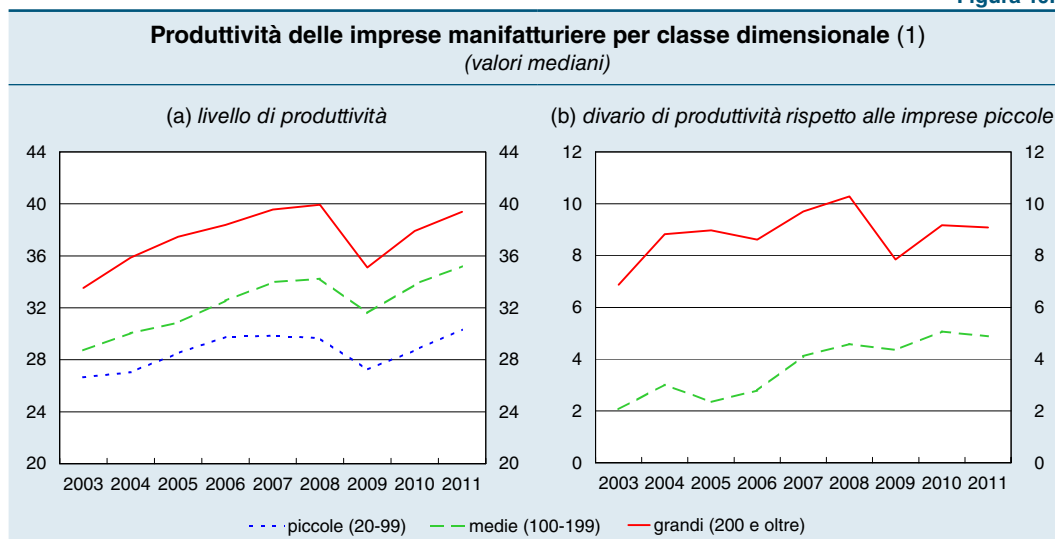
Secondo i dati Eurostat relativi al 2010, le imprese manifatturiere italiane hanno un numero medio di addetti basso nel confronto con gli altri principali paesi europei (9,4 addetti, il 12 per cento in meno della Spagna, poco più della metà che in Francia e meno di un terzo che in Germania). Le imprese con meno di 20 addetti sono quasi il 93 per cento del totale, quelle con almeno 250 addetti lo 0,3 per cento. Anche all'interno della classe dimensionale superiore, le imprese italiane risultano più piccole che negli altri paesi europei, con l'eccezione della Spagna.

Nell'industria manifatturiera, nella media del periodo 2003-2011, la mediana della produttività oraria delle imprese più grandi (con 200 addetti e oltre) risulta superiore del 16 per cento rispetto a quella delle imprese con 100-199 addetti e del 30 rispetto a quella delle imprese più piccole (con 20-99 addetti). Nell'ultimo decennio il ritardo di efficienza delle imprese più piccole si è accentuato (fig. 10.1).

Analisi econometriche mostrano come il differenziale di produttività legato alla dimensione persista anche tenendo conto di diverse caratteristiche di impresa (settore, localizzazione geografica, grado di internazionalizzazione).

La variabilità di performance delle imprese, probabilmente legata alla crescente difficoltà di quelle meno produttive a mantenere le proprie quote di mercato, potrebbe segnalare una riallocazione dei fattori produttivi verso le imprese più efficienti. Sulla base dei dati Invind si stima che la riallocazione abbia contenuto la caduta della produttività aggregata nel corso della crisi per circa 2,7 punti percentuali.

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* e Cerved Group; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Valore aggiunto a prezzi costanti per ora lavorata.

Il quadro normativo per l'attività di impresa

Gli indicatori relativi alle condizioni del fare impresa, sia quelli basati sulle caratteristiche oggettive della regolamentazione e sulla sua concreta applicazione sia quelli basati sulle percezioni degli operatori, pongono l'Italia in posizioni arretrate, in alcuni casi anche rispetto alle economie emergenti (tav. 10.2).

Tavola 10.2

Posizione nella classifica dei principali indicatori di contesto istituzionale				
VOCI	Corruzione (1)	Efficacia del governo (2)	Doing Business (3)	
			Giustizia civile	Permesso di costruzione
Italia	72	72	160	103
G7 (esclusa Italia)	16	20	19	33
Area euro (esclusa Italia)	29	27	36	102
Europa meridionale (4)	48	53	60	58
Economie emergenti (4)	75	84	129	177
Numero paesi	176	212	185	
Tipologia indicatore	percezione	percezione	caratteristiche della regolamentazione	

Fonte: elaborazioni su dati Banca Mondiale e Transparency International.

(1) Transparency International, Corruption Perception Index 2012. – (2) Banca Mondiale, Worldwide Governance Indicators 2011. – (3) Banca Mondiale, *Doing Business*, 2013. – (4) L'Europa meridionale include Spagna, Portogallo e Grecia; le economie emergenti includono Brasile, Cile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica e Turchia. La posizione del gruppo si basa sulla media degli indicatori dei singoli paesi.

Nell'ultimo biennio è stato avviato un vasto programma di riforme finalizzato a creare condizioni di contesto più favorevoli alla crescita. Al contempo il Governo e gli enti locali hanno proseguito, pur con alcuni ritardi, la definizione dei provvedimenti attuativi, da cui dipende in maniera sostanziale l'efficacia dell'intero programma.

I provvedimenti normativi adottati tra il 2011 e il primo semestre del 2012 sono stati descritti nella Relazione dello scorso anno (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali nella Relazione sull'anno 2011). Gli interventi di maggior rilievo nella seconda metà del 2012 sono stati la legge di contrasto alla corruzione (legge 6 novembre 2012, n. 190), e i decreti "sviluppo" e "sviluppo bis" (decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134 e decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221) che contengono una serie di misure volte a facilitare lo svolgimento dell'attività economica.

Gli interventi hanno affrontato alcuni dei principali nodi alla base delle difficoltà di crescita della nostra economia, quali il peso elevato degli oneri burocratici per le imprese, i tempi eccessivamente lunghi della giustizia civile, una regolamentazione dell'attività di impresa che non favorisce un'allocazione efficiente delle risorse, le carenze infrastrutturali. Una maggiore organicità dei provvedimenti ne avrebbe facilitato la comprensione da parte degli operatori, accrescendone l'efficacia. L'azione riformatrice risente inoltre dell'inefficienza della Pubblica amministrazione.

La semplificazione amministrativa. – È continuato lo sforzo di riduzione degli oneri amministrativi a carico delle imprese. L'attuazione del decreto legge 9 febbraio 2012, n. 5, "semplifica Italia", convertito dalla legge 4 aprile 2012, n. 35, registra tuttavia alcuni ritardi. Vi contribuiscono la complessità dei processi di riorganizzazione richiesti e l'elevata frammentazione delle funzioni amministrative.

Alle importanti misure contenute nel decreto "semplifica Italia" si sono affiancati, nella seconda metà dell'anno, interventi tesi a migliorare il funzionamento dello Sportello unico per l'attività edilizia (decreto "sviluppo") e a favorire la digitalizzazione dell'attività amministrativa, in particolare nei settori della scuola, della sanità e della giustizia (decreto "sviluppo bis").

Non risultano ancora emanati, tra gli altri, i provvedimenti attuativi relativi alla razionalizzazione e alla semplificazione dei controlli amministrativi sulle imprese, all'adozione del nuovo programma 2012-15 per la misurazione e la riduzione degli oneri amministrativi e altri provvedimenti che incidono su specifici settori. Sono invece stati approvati il regolamento sull'autorizzazione unica ambientale e la delibera del 20 dicembre 2012, n. 111 dell'Autorità di vigilanza sui contratti pubblici che ha consentito di avviare, seppur in modo graduale, il funzionamento della nuova banca dati nazionale sui contratti pubblici (AVCpass).

Giustizia civile. – Per accrescere l'efficienza degli uffici giudiziari è stata realizzata la loro riorganizzazione territoriale accorpando le sedi minori e sono stati compiuti progressi nel processo di informatizzazione. Dal settembre 2012 sono attivi i "tribunali delle imprese". Gli interventi, tesi ad accrescere il grado di specializzazione e a ridurre i tempi di lavoro e i costi di fornitura del servizio, sono coerenti con le indicazioni degli organismi internazionali.

Con efficacia dal 13 settembre 2013 sono stati soppressi 31 dei 166 tribunali di primo grado (e relative procure), tutte le 220 sezioni distaccate di tribunale e 667 uffici del giudice di pace. È in corso di completamento il riordino delle dotazioni organiche del personale di magistratura negli uffici in cui sono stati realizzati gli accorpamenti. Una ridefinizione complessiva degli organici di tutti gli uffici consentirebbe una più razionale distribuzione delle risorse sul territorio. È stato previsto l'utilizzo obbligatorio dello strumento telematico per le comunicazioni e le notificazioni effettuate dalle cancellerie e, da luglio del 2014, per il deposito degli atti processuali. È in fase di attuazione il programma di informatizzazione degli uffici del Mezzogiorno, finanziato per il tramite del Piano di azione coesione (cfr. L'economia delle regioni italiane, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione). Una recente indagine dell'OCSE segnala la rilevanza della specializzazione e dell'utilizzo delle tecnologie informatiche nell'assicurare una minore durata dei procedimenti.

L'obiettivo di riduzione del contenzioso è stato perseguito mediante la previsione di filtri all'accesso in appello e in Cassazione e la revisione della procedura per il rico-

noscimento dei danni derivanti dall'eccessiva durata dei processi (legge Pinto). Anche per garantire l'efficacia di tali misure andrebbe affrontato il problema dell'arretrato, eventualmente con misure straordinarie.

Il decreto "sviluppo" ha introdotto un filtro di inammissibilità all'appello incentrato su una prognosi di non ragionevole fondatezza dell'impugnazione e ridotto i motivi che consentono il ricorso dinanzi alla Corte di cassazione. Il procedimento per la trattazione delle cause per equa riparazione (legge Pinto) è stato semplificato, sono stati previsti indennizzi predeterminati e calmierati e cause di non indennizzabilità. Nel 2011 le cause per equa riparazione erano 30.331, pari al 19 per cento dell'intero contenzioso dinanzi alle Corti d'appello; nei vari gradi di giudizio risultavano pendenti quasi 5 milioni e mezzo di procedimenti.

Nel dicembre 2012 la Corte costituzionale ha dichiarato incostituzionale per eccesso di delega il tentativo obbligatorio di conciliazione introdotto nel 2010. L'eventuale reintroduzione dello strumento, opportunamente corretto per superare alcune criticità presenti nelle norme abrogate, potrebbe contribuire a ridurre il contenzioso.

Diritto fallimentare. – È stata modificata la disciplina del concordato preventivo, con l'obiettivo di semplificare l'avvio del procedimento, di consentire l'anticipazione dei benefici a esso connessi e di agevolare l'accesso al credito per le imprese che vi ricorrano. Un ingresso facilitato al concordato preventivo potrebbe da un lato favorire una più tempestiva emersione della crisi di impresa, incrementando le possibilità di successo della ristrutturazione e aumentando il tasso di recupero anche nel caso in cui il concordato fallisca, dall'altro essere utilizzato per scopi opportunistici. Le evidenze empiriche disponibili, pur mostrando un marcato utilizzo della nuova procedura, non consentono ancora di verificare la presenza di abusi. Un attento monitoraggio del funzionamento delle nuove disposizioni e una ricognizione quantitativa degli effetti prodotti consentirebbero di individuare e rimuovere eventuali criticità.

Nel decreto "sviluppo" è stata disposta la possibilità di presentare la domanda di concordato preventivo con riserva di produrre il piano e la relativa documentazione entro un termine stabilito dal giudice ("concordato in bianco"). Dalla data della pubblicazione del ricorso e fino all'omologazione del concordato i creditori non possono iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore (automatic stay). È stata inoltre riconosciuta al debitore la possibilità di contrarre nuovi finanziamenti con garanzia di prededucibilità. Sono state introdotte alcune misure per prevenire rischi di uso opportunistico della procedura, ad esempio precludendo l'accesso a coloro che in passato abbiano presentato ricorso "in bianco" al solo scopo di beneficiare dell'automatic stay. Secondo stime di Cerved Group, nel quarto trimestre del 2012 sono state formulate più di 1.100 istanze di concordato in bianco, a fronte di 1.122 piani di concordato presentati in tutto il 2012. Nel primo trimestre del 2013 i piani di concordato presentati sono stati 473, il 75,8 per cento in più del primo trimestre del 2012.

Sono stati predisposti due nuovi strumenti, l'accordo di ristrutturazione del debito e la liquidazione del patrimonio, finalizzati alla risoluzione di crisi da sovraindebitamento di consumatori e imprenditori non assoggettabili alle tradizionali procedure concorsuali. Questo intervento allinea la legislazione italiana a quella dei principali paesi della UE. Le norme si configurano come un'assicurazione per il debitore contro gli effetti negativi del perdurare di gravi stati di indebitamento e come uno strumento di coordinamento delle azioni esecutive avviate dai creditori. Le nuove procedure prevedono presidi volti a evitare l'adozione di comportamenti opportunistici da parte del debitore. Tuttavia la possibilità di ottenere la cancellazione dei debiti residui e l'incompleta eliminazione del rischio di abusi potrebbero determinare una riduzione del tasso di recupero e un inasprimento delle condizioni di offerta da parte delle banche (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

L'accordo di ristrutturazione, formulato dal debitore con l'ausilio di organismi di composizione della crisi, è volto ad assicurare la soddisfazione dei creditori, anche mediante cessione di crediti futuri. Nel caso in cui il debitore sia un imprenditore, devono pronunciarsi a favore della proposta i creditori che detengono almeno il 60 per cento dei crediti totali; una volta concluso, il patto vincolerà anche i creditori dissenzienti. Il consumatore può sottoporre direttamente al tribunale, senza coinvolgimento dei creditori, un piano di composizione che il giudice omologherà solo dopo aver appurato che l'insolvenza non sia stata causata da una condotta colposa. In ogni caso il giudice, su richiesta dei creditori, è tenuto a verificare che il piano rappresenti una soluzione preferibile rispetto all'alternativa liquidatoria. Anche il procedimento di liquidazione è attivato su richiesta del debitore. Dopo la chiusura, il debitore può richiedere al giudice di essere sollevato dal pagamento degli eventuali debiti residui ("esdebitazione"), previo svolgimento di un giudizio di meritevolezza da parte del giudice.

Diritto societario. – È stata introdotta la possibilità di costituire società a responsabilità limitata con capitale sociale minimo pari a un euro: la srl semplificata per le persone di età inferiore a 35 anni (decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, convertito dalla legge 24 marzo 2012, n. 27, decreto "liberalizzazioni") e quella a capitale ridotto senza vincoli di età per i soci (decreto "sviluppo"). Le misure mirano a ridurre i costi connessi con l'avvio dell'impresa, consentendo agli interessati di beneficiare della limitazione di responsabilità anche in sostanziale assenza di capitale di rischio.

Secondo dati Infocamere, alla fine di marzo 2013 risultavano costituite oltre 6.500 società nella forma di srl semplificata e oltre 3.100 nella forma di srl a capitale ridotto. Il 22 per cento di tutte le srl costituite nel primo trimestre del 2013 ha assunto una delle nuove forme.

Con il decreto "sviluppo bis" è stata creata una specifica disciplina per incentivare la costituzione e la crescita delle imprese innovative in fase di avvio (start-up). Per tali imprese sono state introdotte alcune deroghe alla disciplina delle società di capitali, che trovano applicazione unicamente per i primi quattro anni di vita dell'ente (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione*).

È stato ampliato l'arco temporale nel quale devono essere presi provvedimenti per ricapitalizzare l'impresa in caso di perdite superiori a un terzo del capitale sociale; qualora la start-up innovativa sia costituita in forma di srl, è ammessa la creazione di categorie di quote fornite di diritti speciali; a tali società è riservata, in via esclusiva, la possibilità di offrire al pubblico le proprie azioni o quote, mediante portali online destinati a mettere in contatto domanda e offerta di capitale di rischio (crowdfunding). Secondo dati Infocamere, al 6 maggio 2013, le start-up innovative iscritte all'apposita sezione del registro delle imprese erano 668. Di esse, la maggioranza aveva la forma di srl "tradizionale" (92,4 per cento), mentre solo il 3,6 per cento era costituito nelle nuove forme di srl a capitale ridotto e srl semplificata. Le start-up sono presenti principalmente nel settore dei servizi (76,8 per cento) e in misura minore nell'industria (19,8 per cento).

Le norme realizzano un auspicato ammodernamento del diritto vigente, anche se creano una forte frammentazione della disciplina societaria.

Il contrasto alla corruzione. – La legge 190/2012 contiene misure di prevenzione e repressione, attribuisce le funzioni di autorità nazionale anticorruzione alla Commissione indipendente per la valutazione, la trasparenza e l'integrità delle Amministrazioni pubbliche (CIVIT) e introduce una forma di tutela per il dipendente pubblico che denunci condotte illecite di cui sia venuto a conoscenza in ragione del rapporto di lavoro (*whistleblowing*). La legge rappresenta il primo intervento organico di contrasto alla corruzione e risponde a numerose richieste espresse da organismi internazionali e comunitari. L'efficacia delle misure preventive dipenderà in particolare dalla capacità

delle amministrazioni di utilizzare gli adempimenti richiesti per imprimere un cambiamento organizzativo e culturale. La legge non affronta alcune criticità dell'impianto sanzionatorio legate ai termini di prescrizione.

Sono stati adottati i decreti legislativi di attuazione delle misure preventive in materia di incandidabilità, trasparenza, codici di comportamento e incompatibilità degli incarichi nella Pubblica amministrazione. In particolare, il decreto legislativo 14 marzo 2013, n. 33, riordina l'intera disciplina sulla trasparenza e obbliga le amministrazioni a pubblicare sui propri siti istituzionali documenti, informazioni e dati relativi all'organizzazione, all'attività e all'uso di risorse pubbliche. L'attribuzione delle funzioni di autorità nazionale anticorruzione alla CiVIT rimedia a una grave carenza dell'Italia nel contesto internazionale; tuttavia, non è stata accompagnata dal conferimento di ulteriori risorse.

Sono state introdotte nuove fattispecie di reato e sono state inasprite le pene per reati già previsti. Alcune proposte di ulteriori modifiche dell'impianto repressivo sono state formulate da una commissione di studio sulla prescrizione e da un gruppo di lavoro sull'autoriciclaggio, istituiti presso il Ministero della Giustizia (allungamento del termine di prescrizione per fasce di gravità dei reati, tenendo conto della possibile emersione tardiva della notizia di reato).

Infrastrutture. – Nel 2012 è proseguito il processo di riforma teso a favorire la realizzazione di infrastrutture in Italia, dando attuazione ad alcuni degli interventi approvati nell'anno precedente e introducendo ulteriori misure per la semplificazione procedurale e la trasparenza informativa. Permangono tuttavia rilevanti criticità, specie per quel che concerne le modalità di selezione dei contraenti privati e l'eccessiva frammentazione della committenza pubblica.

L'Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici (Avcp) ha attivato il Portale della trasparenza che rende pubbliche le informazioni comunicate dagli enti committenti per le gare bandite a partire dal 1° gennaio 2011. Sono stati previsti: una nuova procedura volta a superare, in conferenza di servizi, le divergenze tra Stato e Regione nella realizzazione di infrastrutture; un ampliamento degli obblighi informativi in capo ai singoli enti committenti; l'istituzione dell'Anagrafe unica delle stazioni appaltanti presso l'Avcp.

Tra gli aspetti più problematici si segnala l'elevata soglia entro la quale è ammesso il ricorso alle procedure negoziate (attualmente pari a un milione di euro) che risultano più vulnerabili ai rischi di corruzione e di infiltrazione criminale. Tali procedure sono a oggi quelle più frequentemente utilizzate: secondo le elaborazioni dell'Avcp ammontavano al 45,2 per cento del totale nel 2011. Il sistema potrebbe beneficiare di appropriate forme di centralizzazione della committenza pubblica. Nel periodo 2008-2011 il 52 per cento dei contratti è stato affidato da Comuni e Province, con un importo medio di circa 580.000 euro. Il processo di centralizzazione è stato avviato solo per i Comuni con popolazione fino a 5.000 abitanti.

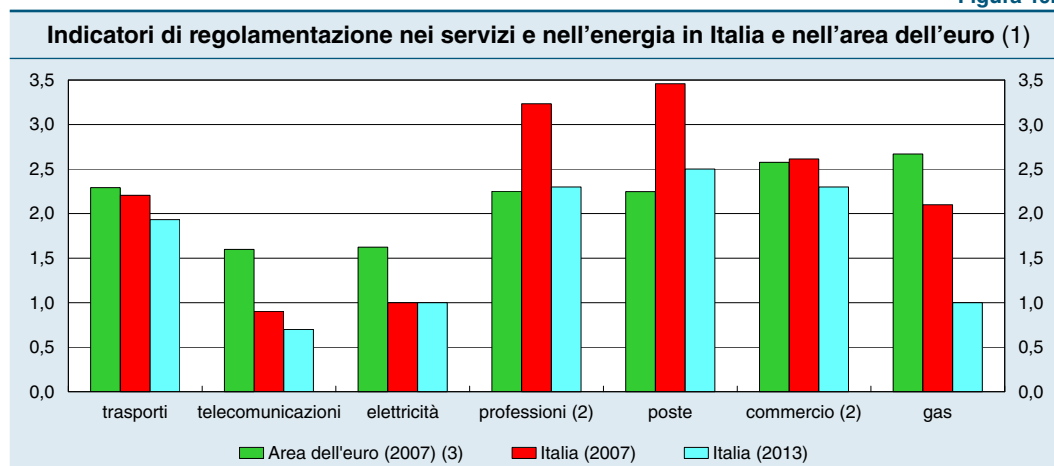
Specifiche misure hanno incentivato il ricorso agli interventi in partenariato pubblico-privato, in particolare attraverso agevolazioni fiscali e una razionalizzazione dell'iter di approvazione dei progetti. Rimangono ancora da affrontare le carenze relative alla predisposizione dei contratti e al finanziamento dei progetti, cruciali per ridurre l'elevato tasso di mortalità delle iniziative.

Regolamentazione e concorrenza nel settore dei servizi e dell'energia

Gli interventi di riforma varati nel 2012 hanno inciso su numerosi settori, ampliando la concorrenza nei mercati e migliorandone gli assetti regolatori. Affinché tali riforme dispieghino appieno i loro effetti dovrà essere completato il processo di definizione della normativa secondaria.

Secondo gli indicatori dell'OCSE sulla regolamentazione dei servizi e dell'energia, nel 2007 (ultimo dato disponibile) l'Italia si caratterizzava per un assetto regolatorio relativamente restrittivo rispetto alla media dell'area dell'euro, soprattutto nei servizi postali e in quelli professionali. Valutazioni sul livello che tali indicatori assumerebbero oggi, soprattutto in conseguenza delle recenti riforme, mostrano un miglioramento, in particolare nei settori in cui l'Italia era in ritardo e in quello del gas (fig. 10.2). L'impatto macroeconomico delle recenti liberalizzazioni, approssimate dalla variazione di questi indicatori, può essere simulato con un modello dinamico di equilibrio economico generale. Le stime suggeriscono che a regime il livello del PIL aumenterebbe del 3,5 per cento, principalmente per il miglioramento della produttività totale dei fattori.

Figura 10.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze e OCSE.

(1) Gli indicatori assumono valori compresi tra 0 (regolamentazione meno restrittiva) e 6 (regolamentazione più restrittiva). – (2) Gli ultimi dati disponibili per i settori del commercio e delle professioni si riferiscono al 2008. – (3) Il valore medio per l'area dell'euro è calcolato escludendo, oltre all'Italia, Cipro e Malta per cui non sono disponibili i dati.

Nel corso dell'anno è stato avviato il processo di definizione della normativa di attuazione delle misure di liberalizzazione introdotte, in particolare con il decreto "liberalizzazioni". In alcuni comparti, quali le professioni e il gas, sono stati adottati i principali regolamenti richiesti. In altri, tra i quali i trasporti e le assicurazioni, le disposizioni di legge non sono ancora state rese pienamente operative. Analogamente non è stato completato il processo di attuazione delle disposizioni finalizzate a eliminare le ingiustificate restrizioni di natura regolamentare all'esercizio di attività economiche e a semplificare le connesse procedure amministrative.

Nel settore dei trasporti non si è ancora provveduto alla nomina dei componenti del collegio dell'Autorità di regolazione, prevista entro il 31 maggio 2012; la nomina costituisce il primo passo per il concreto avvio dell'attività dell'autorità.

Nel segmento del mercato assicurativo della responsabilità civile automobilistica il decreto "sviluppo bis" ha introdotto ulteriori misure, rispetto a quanto già previsto nel decreto "liberalizzazioni"; tali misure sono finalizzate a ridurre l'onerosità delle polizze, sia stimolando la concorrenza mediante una maggiore comparabilità delle offerte, sia riducendo la sinistrosità con il contrasto alle frodi. Studi recenti mostrano che la sinistrosità e la scelta della compagnia sono influenzate dagli incentivi monetari agli assicurati. In particolare, la possibilità di evitare un aumento del premio nel passaggio a un'altra compagnia accresce la propensione a cambiare di circa il 20 per cento.

Nella seconda metà del 2012 una sentenza della Corte costituzionale e la riforma dell'ordinamento della professione forense hanno modificato la regolamentazione, rispettivamente, dei servizi pubblici locali e dell'attività degli avvocati. Ne è disceso un rallentamento del processo di apertura alla concorrenza.

La Corte costituzionale ha abrogato l'art. 4 del decreto legge 13 agosto 2011, n. 138, che disciplinava le modalità di affidamento dei servizi pubblici di rilevanza economica, prevedendo in via generale il ricorso a procedure a evidenza pubblica. Tale pronuncia comporta l'applicazione della normativa comunitaria che non pone vincoli stringenti agli affidamenti diretti.

La legge 31 dicembre 2012, n. 247 di riforma della disciplina della professione forense ha ampliato la riserva legale di attività, limitata dalla legge sulla professione forense del 1933 alla sola rappresentanza in giudizio, alla fase precedente l'instaurazione del giudizio stesso. Ha inoltre vietato espressamente la partecipazione di soci non avvocati a eventuali società, precludendo sia la partecipazione di soci di solo capitale sia la creazione di società multidisciplinari. Diversamente da quanto previsto per le altre professioni, la pubblicità informativa non può riguardare il compenso del professionista. Riguardo agli organi disciplinari dell'ordine viene esclusa la possibilità per soggetti non iscritti all'albo di farne parte.

11. L'INNOVAZIONE

L'attività innovativa, un fattore cruciale per la crescita economica, è in Italia meno intensa che nei principali paesi avanzati, soprattutto nel settore privato. La spesa in ricerca e sviluppo (R&S), un'importante misura delle risorse impiegate per la produzione di innovazione, è più bassa e lontana dall'obiettivo del 3 per cento in rapporto al PIL fissato dalla Commissione europea nella strategia Europa 2020. Il divario è ancora più ampio nella propensione a realizzare brevetti.

A questo ritardo contribuiscono più fattori. Ancor più della specializzazione in produzioni tradizionali, non favoriscono l'innovazione la piccola dimensione aziendale e una gestione largamente fondata su un management di derivazione familiare. Il capitale azionario, preferibile ai prestiti bancari nel finanziare attività caratterizzate da risultati incerti e da rilevanti asimmetrie informative, è meno diffuso che in altri paesi. L'allocatione delle risorse verso le imprese più innovative è frenata dal contesto istituzionale e regolamentare.

Il 40 per cento circa della spesa in R&S è effettuata dal settore pubblico. La produzione scientifica della ricerca pubblica non sfigura nel confronto con altri paesi, sebbene le nostre strutture universitarie siano meno presenti nelle posizioni di eccellenza delle principali graduatorie internazionali. Nonostante i recenti progressi, la collaborazione tra il sistema di ricerca pubblica e il settore privato è scarsa.

Gli incentivi pubblici alla R&S e all'innovazione delle imprese hanno conseguito risultati modesti. La loro efficacia ha risentito negativamente della frammentazione degli interventi, dell'instabilità delle norme e dell'incertezza sui tempi di erogazione.

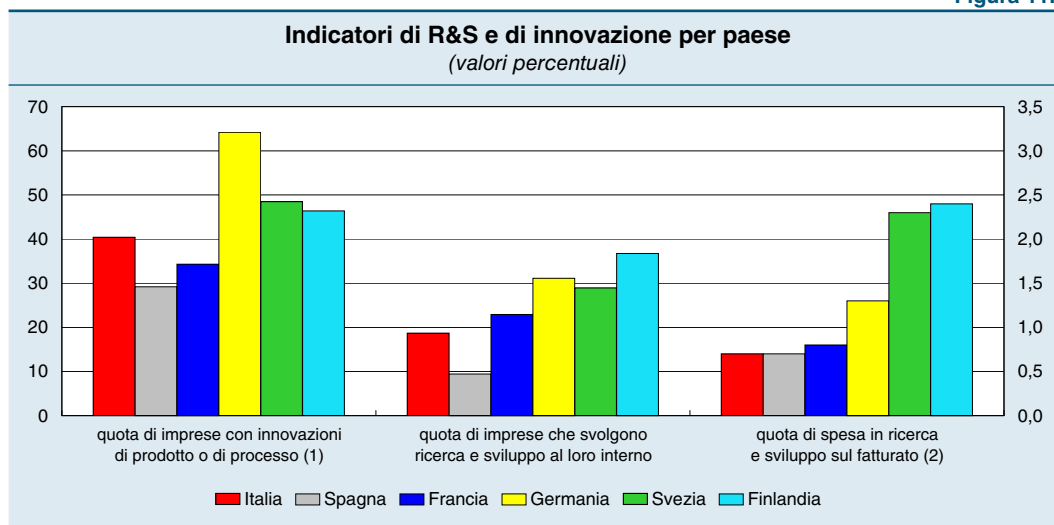
Il ritardo dell'attività innovativa in Italia

L'incidenza della spesa in R&S sul prodotto in Italia è inferiore a quella dei principali paesi europei: nel 2011 era dell'1,3 per cento rispetto all'1,9 della media dell'Unione europea e al 2,8 della Germania. La componente privata è particolarmente bassa nel confronto internazionale (0,7 per cento rispetto all'1,2 della UE e all'1,9 della Germania), mentre minore è il divario per quella pubblica (0,5 per cento rispetto allo 0,7 dell'Unione e allo 0,9 della Germania).

Per la componente privata, il ritardo italiano deriva sia dal ricorso meno frequente alla R&S da parte delle imprese sia da una più bassa intensità di spesa. In base ai dati della Community Innovation Survey (CIS) dell'Eurostat relativi al triennio 2008-2010, la quota di imprese che investono in R&S è pari al 18,7 per cento, contro il 22,9 per cento in Francia e circa il 30 per cento in Germania e nei paesi nordici (fig. 11.1). La spesa in

R&S in rapporto alle vendite è lo 0,7 per cento in Italia, circa la metà della Germania e meno di un terzo di Finlandia e Svezia.

Figura 11.1



Fonte: Eurostat, Community Innovation Survey, 2008-2010; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Include anche le imprese che hanno innovazioni in corso oppure abbandonate o sospese. – (2) Scala di destra. Per la Germania il dato si riferisce al 2006-08.

L'entità della spesa in R&S può sottostimare lo sforzo innovativo, soprattutto dove è dominante la presenza di imprese di piccola dimensione, che spesso innovano senza effettuare o registrare ufficialmente tale spesa. In tutti i paesi, la quota di imprese che hanno destinato risorse a progetti innovativi di prodotto o di processo supera quella delle imprese che hanno sostenuto spese in R&S: in Italia essa raggiunge il 40 per cento, un valore superiore o prossimo a quello degli altri principali paesi con l'eccezione della Germania. Tuttavia, le imprese che realizzano innovazioni senza svolgere R&S hanno, rispetto a quelle con R&S, una capacità significativamente inferiore di realizzare brevetti, una quota più bassa di fatturato da prodotti innovativi e una minore produttività. L'effetto dell'attività innovativa sul potenziale di crescita delle imprese ne risulta di conseguenza affievolito.

Analizzando un campione rappresentativo delle aziende manifatturiere italiane con almeno dieci addetti, si mostra come lo sforzo innovativo sia una determinante di rilievo della probabilità di realizzare innovazioni di prodotto e, in misura minore, di processo. L'effetto sulla produttività del lavoro, sempre positivo, risulta maggiore per le innovazioni di processo, ad eccezione dei settori ad alta tecnologia dove invece contano di più le innovazioni di prodotto. L'innovazione non si esaurisce con l'introduzione di nuovi prodotti e di più efficienti processi produttivi, ma si estende anche agli aspetti organizzativi.

Uno studio basato sui dati della Adult Population Survey del consorzio Global Entrepreneurship Monitor indica che, nel periodo 2001-09, l'Italia figura all'ultimo posto tra i principali paesi europei per la percentuale di imprenditori attivi da circa tre anni che hanno offerto prodotti nuovi per il mercato di riferimento (22,5 per cento, contro 26,0 in Germania e 32,6 in Francia) e per la quota di nuovi imprenditori operanti nei settori a media o alta tecnologia (5,3 per cento, contro 5,6 in Francia e 9,7 in Germania).

Nel 2010 le domande di brevetto depositate presso l'Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO) erano pari per l'Italia a 7,4 per 100.000 abitanti, molto meno che in Francia (13,5), Germania (26,7) e Svezia (30,8). Il ritardo è più attenuato

per i marchi e, soprattutto, per i disegni industriali. Complessivamente l'Italia è un importatore netto di tecnologia non incorporata in beni fisici, al contrario degli altri principali paesi avanzati (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

Le determinanti del ritardo innovativo dell'Italia vanno ricercate in alcune caratteristiche del sistema produttivo e finanziario privato e nella difficoltà del settore pubblico di creare un contesto istituzionale e regolamentare favorevole all'innovazione e di sostenere direttamente l'attività innovativa.

Le caratteristiche del sistema produttivo e finanziario

La specializzazione settoriale. – La propensione alla R&S e all'innovazione è fortemente eterogenea tra settori: è più elevata nelle produzioni avanzate tecnologicamente e minore in quelle dove il processo produttivo presenta una maggiore intensità di lavoro non qualificato e prodotti a minore valore aggiunto.

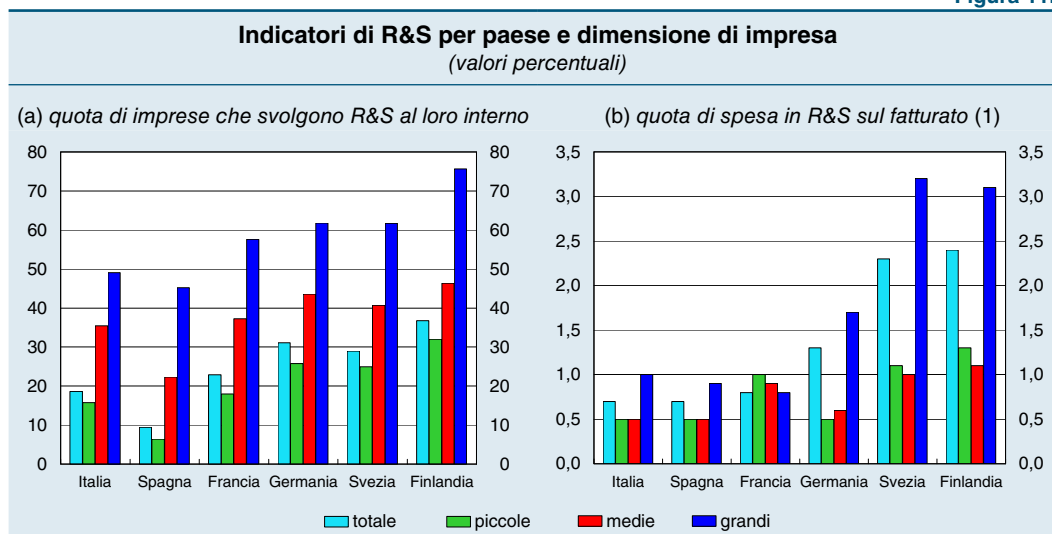
Con riferimento alla spesa in R&S in rapporto al valore aggiunto, in tutti i principali paesi europei i settori manifatturieri più innovativi sono quelli della fabbricazione di apparecchi radiotelevisivi, per le comunicazioni, medicali e di precisione, il settore chimico, in particolare la farmaceutica, quelli delle macchine per ufficio e dei mezzi di trasporto. Al di fuori della manifattura, la propensione alla R&S è alta solo nei servizi alle imprese connessi con le attività informatiche e di ricerca.

La specializzazione settoriale italiana, sbilanciata verso produzioni tradizionali a basso contenuto tecnologico, contribuisce solo in parte a spiegare il ritardo innovativo del nostro Paese: qualora l'Italia avesse la struttura settoriale della Germania, il divario tra i due paesi, in termini di quota di imprese manifatturiere che svolgono R&S, si ridurrebbe di circa il 10 per cento.

Il livello di innovazione in Italia è minore in tutti i settori; vi è però un'ampia variabilità tra imprese. Secondo nostre analisi, anche all'interno del medesimo comparto produttivo, avrebbero rafforzato l'attività innovativa soprattutto le imprese più esposte a concorrenti localizzati in paesi in cui i costi di produzione sono più bassi.

La dimensione delle imprese. – In base ai dati della CIS, in tutti i principali paesi europei la quota di imprese che svolgono al loro interno attività di R&S aumenta con la dimensione di impresa: in Italia sale dal 15,8 per cento tra le aziende con 10-49 addetti, al 35,4 tra quelle con 50-249 addetti, al 49,1 tra quelle più grandi (fig. 11.2). Con la dimensione aziendale crescono anche la quota di imprese che hanno avviato progetti innovativi, l'incidenza della spesa in R&S sul fatturato e la capacità di stabilire accordi di cooperazione per svolgere attività innovativa con altre imprese e, soprattutto, con l'università e il settore pubblico.

Utilizzando i dati sui brevetti italiani depositati presso l'EPO, si rileva come la probabilità di brevettare sia positivamente correlata con la dimensione aziendale, che invece sembra essere meno rilevante per spiegare il numero di brevetti per impresa tra le aziende che hanno almeno un brevetto. L'attività brevettuale è inoltre fortemente concentrata in poche grandi imprese: circa un quarto dei brevetti depositati tra il 1990 e il 2007 risulta posseduto dai 20 maggiori applicants; il 40 per cento da imprese con un fatturato superiore a 10 milioni di euro.



Fonte: Eurostat, Community Innovation Survey, 2008-2010; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Per la Germania il dato si riferisce al 2006-08.

Più piccola è la dimensione, più difficoltoso è sostenere gli elevati costi fissi connessi con l'avvio di progetti innovativi; la minore propensione all'esportazione delle piccole e medie imprese riduce ulteriormente l'incentivo a investire in innovazione che deriva dalla possibilità di ripartire tali costi su un maggiore volume di vendite. Si stima che l'ampliamento della domanda estera abbia un effetto positivo sulla capacità brevettuale delle imprese manifatturiere italiane, in particolare di quelle più grandi e produttive.

La ridotta dimensione aziendale, che caratterizza il sistema produttivo italiano nel confronto con gli altri principali paesi (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*), riveste un ruolo più rilevante della specializzazione settoriale nel limitare l'attività innovativa. Quasi il 30 per cento della differenza tra Italia e Germania nella quota di aziende manifatturiere con R&S è attribuibile alla diversa distribuzione delle imprese per classe dimensionale.

Elaborazioni basate sui dati raccolti presso un campione europeo di imprese manifatturiere, con almeno dieci addetti e relativi al 2007-09 (European Firms in a Global Economy, EFIGE), confermano la maggiore rilevanza delle caratteristiche dimensionali rispetto a quelle settoriali nello spiegare la minor propensione delle imprese italiane a svolgere attività di R&S al proprio interno rispetto a quelle tedesche. La differenza è imputabile soprattutto alla presenza in Italia di un numero relativamente più elevato di imprese con meno di 50 addetti.

La struttura proprietaria e manageriale. – Le aziende familiari hanno un peso più elevato nell'economia italiana rispetto agli altri principali paesi europei. Secondo i dati EFIGE, quelle a proprietà e gestione completamente familiare rappresentano il 59 per cento del totale delle imprese in Italia, contro il 18 in Francia e il 22 in Germania. Tali imprese si caratterizzano per una minor propensione all'attività di R&S rispetto alla media. La sostanziale coincidenza tra il patrimonio aziendale e quello della famiglia proprietaria può ridurre la disponibilità a intraprendere progetti rischiosi.

Agisce da freno all'innovazione anche una classe imprenditoriale relativamente anziana: nei dati EFIGE la percentuale di imprenditori con più di 64 anni è pari al 22 per cento in Italia, al 9 in Germania e al 5 in Francia.

Il sistema finanziario. – L'elevata rischiosità e le asimmetrie informative connesse con l'attività innovativa fanno sì che le risorse interne all'azienda rappresentino la principale fonte di finanziamento della R&S.

Quando l'impresa necessita di risorse finanziarie esterne, il ricorso al capitale di debito trova un limite nella disponibilità di attività utilizzabili come garanzie, minore in un'impresa innovativa, e in problemi di azzardo morale, che nascono dalla convenienza per l'impresa a utilizzare il finanziamento per investimenti più rischiosi di quelli previsti dal creditore. Per le banche la reputazione dell'impresa può compensare informazioni insufficienti sui progetti di investimento, come mostra l'importanza delle relazioni di lungo periodo con le imprese: si stima che un aumento della durata della relazione da tre a sei anni si associ a un incremento della probabilità di svolgere R&S di oltre il 10 per cento.

Il capitale azionario non richiede invece garanzie e consente all'investitore di beneficiare interamente dei rendimenti dei progetti innovativi in caso di successo. Il problema delle asimmetrie informative è spesso superato con la presenza attiva nelle imprese di intermediari di venture capital – investitori di capitale di rischio che finanziano l'avvio e la crescita di imprese in settori ad alto potenziale di sviluppo (*early stage*), fornendo anche attività di consulenza – oppure dei cosiddetti *business angels*, investitori privati che operano su una scala più contenuta rispetto ai fondi di venture capital. Numerosi studi empirici mostrano come il ricorso al capitale azionario aumenti considerevolmente l'attività innovativa delle imprese; l'emissione di azioni accrescerebbe in Italia la probabilità di svolgere attività di R&S di circa un terzo.

Secondo i dati EFIGE, in tutti i principali paesi europei oltre l'80 per cento della spesa in R&S è finanziata con risorse interne all'azienda. In Italia e in Francia la seconda principale fonte di finanziamento è rappresentata dal debito bancario (poco meno del 10 per cento della spesa in R&S), diversamente dalla Germania e dal Regno Unito dove tale quota è molto più contenuta (circa il 3 e l'1 per cento, rispettivamente) e il capitale azionario ha un ruolo più importante.

Le imprese di nuova costituzione, che spesso sono quelle che introducono le innovazioni più radicali, non possono contare su relazioni di lunga durata con intermediari bancari e necessitano maggiormente dell'apporto di capitale di rischio dall'esterno. Esse risentono quindi negativamente dello scarso sviluppo del settore del venture capital in Italia: la percentuale di spesa in R&S finanziata con venture capital è pari allo 0,1 per cento, contro lo 0,3 in Francia e in Germania e lo 0,4 nel Regno Unito (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Il comparto dei *business angels* è cresciuto in Italia a tassi elevati negli anni passati; secondo uno studio dell'OCSE il numero dei network di questi operatori è però ancora contenuto nel confronto internazionale.

Analisi basate sulle segnalazioni di vigilanza evidenziano che in Italia nel periodo 2003-2012 gli investimenti in società di recente costituzione (attive da meno di cinque anni) sono stati realizzati per circa il 40 per cento da fondi di venture capital, la parte restante da altri fondi di private equity. I fondi di venture capital sono poco numerosi e detengono un portafoglio complessivamente ridotto (pari a circa 190 milioni nel 2012, il 5 per cento del totale dei fondi di private equity e di venture capital). Nel periodo 2003-2012 essi hanno indirizzato più di un terzo dei loro investimenti verso imprese operanti in settori tecnologicamente meno avanzati e solo un quarto verso operazioni di early stage.

Fattori di domanda e di offerta hanno contribuito alla scarsa diffusione del capitale di rischio. Con l'obiettivo di favorire il ricorso al capitale azionario, dal 2011 è consentita la deduzione dal reddito di impresa di un importo pari al rendimento del nuovo capitale proprio, fissato attualmente al 3 per cento (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214).

La tassazione dei redditi delle società in Italia è più onerosa di quella nell'area dell'euro: nel 2012 l'aliquota legale dell'imposta sui redditi delle società superava di circa quattro punti percentuali quella media degli altri paesi dell'area. Ciò rende più ampio lo svantaggio fiscale del finanziamento mediante capitale di rischio rispetto a quello di debito nel nostro paese (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese). Tale svantaggio è stato tuttavia ridotto. Tra i maggiori paesi della UE, l'Italia è l'unico ad avere introdotto misure che incentivano al margine il finanziamento con capitale azionario. Negli ultimi anni nuovi limiti alla deducibilità degli interessi passivi sono stati definiti in Italia, Francia, Germania, Regno Unito e Spagna; nel nostro paese questi limiti risultano più stringenti.

Tra il 2011 e il 2012 sono stati introdotti incentivi fiscali anche per chi investe in fondi di venture capital e nel capitale di rischio di imprese in fase di avvio (start-up) innovative; la normativa italiana si è così avvicinata a quella degli altri paesi europei.

Nel 2011 è stata prevista l'esenzione per gli investitori, sia persone fisiche sia giuridiche, dei proventi derivanti dalle quote di fondi di venture capital (decreto legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito dalla legge 15 luglio 2011, n. 111).

Il decreto "sviluppo bis" (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali) ha introdotto in maniera organica una serie di agevolazioni per le start-up innovative. Queste imprese sono definite secondo criteri stringenti: si tratta di società di capitali non quotate, costituite da non più di 48 mesi, con un valore della produzione non superiore ai 5 milioni di euro e che non distribuiscono dividendi. Devono inoltre avere una delle seguenti caratteristiche: spendere in R&S almeno il 20 per cento del livello più alto tra costo e valore della produzione; impiegare, per oltre un terzo della forza lavoro, dipendenti o collaboratori in possesso di un dottorato di ricerca (o che stiano svolgendo un dottorato) o di un diploma di laurea e che svolgono attività di ricerca; essere titolari, depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale.

Per il triennio 2013-15 sono previsti incentivi fiscali (detrazioni del 19 per cento degli investimenti delle persone fisiche e deduzioni dal reddito imponibile del 20 per cento di quelli delle imprese) per chi acquista partecipazioni in start-up innovative, purché non le cedano prima di due anni. L'operazione può essere realizzata direttamente o per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in start-up innovative. La portata dell'incentivo potrebbe essere limitata dal breve orizzonte temporale dell'agevolazione.

Il ruolo del settore pubblico

La regolamentazione. – L'OCSE stima che la crescita dimensionale delle aziende più innovative sia inferiore nei paesi in cui è più restrittiva la regolamentazione nel settore dei servizi alle imprese, è più inefficiente il sistema giudiziario ed è più penalizzante per le imprese la normativa fallimentare. È plausibile che a ridurre l'innovazione in Italia concorrano tutti questi elementi (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*).

Una regolamentazione eccessivamente restrittiva del mercato del lavoro può frenare l'innovazione sia ostacolando la riallocazione di risorse, sia disincentivando l'aumento della scala produttiva per le aziende che intendono intraprendere progetti innovativi,

con rendimento potenzialmente elevato ma incerto. D'altro canto, la stabilità dei rapporti di lavoro può rafforzare gli incentivi all'accumulazione di capitale umano, sia per l'impresa sia per i lavoratori.

Per l'Italia si osserva una correlazione negativa tra la quota di lavoratori temporanei sul totale degli occupati in un'impresa da un lato, e la probabilità di realizzare brevetti e il numero di brevetti per impresa, dall'altro. Si stima inoltre che, a seguito degli interventi legislativi (legge 14 febbraio 2003, n. 30, cosiddetta legge Biagi) che hanno agevolato l'utilizzo dell'apprendistato (un contratto di durata più lunga rispetto alle altre tipologie di contratto a termine, con finalità formative, rivolto prevalentemente ai giovani), l'incidenza degli apprendisti sia cresciuta più intensamente nelle imprese che appartengono ai settori a maggiore intensità brevettuale, con effetti positivi sul numero dei brevetti e sulla spesa in R&S.

L'offerta di capitale umano. – In Italia la quota di laureati nella forza lavoro è decisamente più bassa che negli altri principali paesi europei. Questo può riflettere sia una carenza di offerta di lavoratori con un alto grado di istruzione, sia una domanda che continua a privilegiare lavoro meno qualificato. Utilizzando un modello econometrico strutturale stimato in base a informazioni derivate da indagini campionarie sulle imprese e sulle famiglie, si mostra che il ruolo dell'offerta di capitale umano prevarrebbe su quello della domanda, al netto della composizione settoriale. L'evidenza è confermata da un'alta percentuale di imprese, pari al 40 per cento nell'indagine Invind relativa alle aziende manifatturiere con almeno 20 addetti, per le quali la carenza di personale qualificato rappresenta uno dei principali ostacoli all'innovazione.

La ricerca pubblica e il trasferimento tecnologico. – Poco più del 40 per cento delle spese in R&S è effettuata dal settore pubblico (università e centri di ricerca pubblici). In base agli indicatori disponibili, la produzione scientifica del sistema della ricerca pubblica italiana è prossima a quella di altri importanti paesi europei, in termini sia di quantità sia di qualità.

Secondo il Ministero dell'Istruzione, dell'università e della ricerca (MIUR), l'Italia rappresenta l'ottavo paese per numero di pubblicazioni scientifiche, circa 852.000 nel periodo 1996-2011, dopo la Francia (1,1 milioni) e la Germania (1 milione), ma prima della Spagna (666.000). Il numero di pubblicazioni e quello di citazioni, rapportati alle risorse impiegate o al numero di ricercatori, appare elevato nel confronto con i principali paesi europei. Meno frequenti che in altri paesi risultano però i casi di eccellenza delle strutture: solo 4 università italiane, contro 15 della Germania, 10 del Regno Unito e 7 della Spagna, compaiono tra le prime 200 del mondo (graduatoria Webometrics 2012).

L'assetto istituzionale che governa il sistema di ricerca pubblica è incentrato sul ruolo preponderante dello Stato nella funzione di indirizzo e di finanziamento. Tuttavia, la possibilità per i numerosi enti pubblici di ricerca di avviare progetti in autonomia e l'assenza di uno stringente sistema di coordinamento creano rischi di duplicazione e frammentazione delle iniziative. L'efficacia del sistema di ricerca pubblica risente negativamente anche del limitato utilizzo di criteri basati sui risultati per l'allocazione delle risorse finanziarie tra progetti e attori (enti di ricerca pubblici e università). Secondo il MIUR, la componente premiale del fondo ordinario per gli enti e le istituzioni di ricerca è stata nel 2012 del 7 per cento; per le università, la quota del fondo di finanziamento ordinario assegnata in base ai risultati è pari al 13 per cento.

In Germania gli enti di ricerca pubblici sono specializzati in distinti campi di attività, pur collaborando su temi di interesse comune; dall'attività di trasferimento tecnologico verso il settore privato, che rientra spesso tra le loro finalità, scaturisce una quota rilevante dei ricavi. Due terzi dei finanziamenti del principale ente specializzato nella ricerca applicata (Fraunhofer) sono reperiti sul mercato, mediante contratti di ricerca con partner privati e partecipando a specifici progetti di ricerca finanziati con fondi pubblici. Il modello francese si avvicina a quello italiano per la presenza forte dello Stato e di un grande ente centrale (Centre National de la Recherche Scientifique). Tradizionalmente il finanziamento avviene attraverso accordi fra lo Stato e il singolo ente; di recente è cresciuto il ricorso a un meccanismo di finanziamento a progetto assegnato per mezzo di bandi cui concorrono, in competizione tra loro, enti diversi.

Il sostegno che la ricerca pubblica fornisce all'innovazione del settore produttivo privato appare limitato. La CIS mostra che la quota di imprese innovative che hanno cooperato con istituzioni pubbliche (università o altri enti pubblici) per svolgere attività innovativa è in Italia pari al 7,6 per cento, un dato inferiore rispetto a Francia (22,9), Germania (19,7) e Spagna (16,5). Il divario persiste anche tra le imprese di maggiori dimensioni. Nostre analisi indicano che la vicinanza a università di eccellenza favorisce le collaborazioni con il sistema universitario, in particolare per le imprese di piccola e media dimensione.

Nonostante i segnali di vivacità registrati in anni recenti, le istituzioni di trasferimento tecnologico presenti nel nostro sistema hanno spesso una dimensione contenuta, inadeguata per la gestione di grandi progetti. L'indagine condotta da Netval (Network per la valorizzazione della ricerca universitaria) sulle principali università e centri di ricerca mostra come in quasi tutte le università sia stato costituito un ufficio di trasferimento tecnologico; nel complesso queste strutture occupavano nel 2011 circa 200 addetti, in media 3,8 unità per ufficio (erano 3,6 nel 2010).

Le imprese ad alta tecnologia costituite da almeno un ricercatore (o studente) che ha svolto un periodo di ricerca all'interno delle università (imprese spin-off) sono state nel 2011 pari a 96; il numero di domande di brevetti presentate dalle università è stato di 319, il numero di licenze ovvero opzioni concluse sulla base dei brevetti detenuti è stato di 66 e le entrate da queste licenze sono ammontate a 323.000 euro.

La domanda pubblica di innovazione. – Nella strategia Europa 2020, gli acquisti pubblici di prodotti innovativi e di servizi di ricerca e sviluppo sono divenuti un pilastro delle politiche europee in tema di innovazione. Nel caso della fornitura di servizi di R&S, viene attivata la procedura di appalto pubblico pre-commerciale quando le esigenze del committente pubblico sono caratterizzate da un livello tale di complessità tecnologica da non poter essere soddisfatte con l'acquisto di beni o servizi esistenti. L'appalto pre-commerciale trova uno dei suoi motivi fondanti nella condivisione del rischio e dei potenziali benefici fra il committente pubblico e le imprese partecipanti. Un comportamento di acquisto orientato all'innovazione può facilitare anche l'identificazione di soluzioni appropriate per la fornitura di servizi pubblici e infrastrutture innovative, su cui l'Italia sconta un ritardo rispetto ad altri paesi.

In Italia, dove in base ai dati Eurostat gli acquisti del settore pubblico per forniture ammontavano nel 2010 al 16,2 per cento del PIL, il decreto "sviluppo bis" ha inteso valorizzare l'appalto pubblico pre-commerciale come uno degli strumenti a disposizione del MIUR per favorire la ricerca industriale. Il decreto ne prevede l'utilizzo all'interno di un piano di promozione di grandi progetti di ricerca e innovazione connessi con la realizzazione dell'Agenda digitale; stabilisce inoltre che l'Agenzia per l'Italia digitale svolga annualmente una ricognizione presso le Amministrazioni pubbliche per identificare i problemi di particolare rilevanza sociale o ambientale privi di una risposta soddi-

sfacente in prodotti, servizi e tecnologie già esistenti sul mercato. Un numero limitato di progetti pilota è stato varato in Lombardia, Puglia e Valle d'Aosta.

Le politiche a sostegno della R&S e innovazione delle imprese private. – Gran parte delle economie avanzate prevede politiche pubbliche di sostegno alla R&S e all'innovazione delle imprese private: agevolazioni fiscali o sussidi puntano a ridurre direttamente i costi degli investimenti in innovazione; altre misure mirano a favorire la nascita di imprese innovative e lo sviluppo di cluster tecnologici in ambiti geografici circoscritti.

Le risorse pubbliche destinate in Italia alla promozione dell'attività innovativa delle imprese sono inferiori a quelle impegnate nei principali paesi europei. Secondo la Commissione europea (State Aid Scoreboard), nel 2011 gli aiuti alla R&S e all'innovazione concessi in Italia ammontavano allo 0,03 per cento del PIL, contro lo 0,05 del Regno Unito, lo 0,08 della media della UE, lo 0,09 della Spagna, lo 0,10 della Francia e lo 0,12 della Germania. In Italia le risorse complessive vengono distribuite su un numero relativamente elevato di imprese beneficiarie, di tipologie di interventi e di centri decisionali, a livello nazionale e regionale.

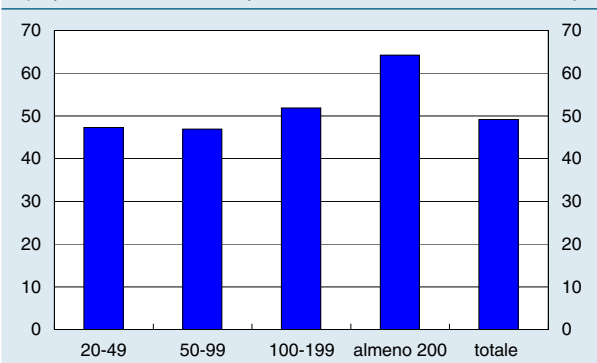
Nel 2012 è stato avviato un processo di riordino, razionalizzazione e riprogrammazione degli strumenti nazionali per l'incentivazione delle imprese, non solo in tema di ricerca e innovazione. Gli interventi hanno previsto l'abrogazione di norme, la semplificazione di procedure e la rimodulazione di normative preesistenti.

Con il decreto "sviluppo" (decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134; cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali) sono stati abrogati 43 strumenti di agevolazione gestiti dal Ministero dello Sviluppo economico; è stato riordinato il quadro della politica di incentivazione focalizzandola su tre principali obiettivi (ricerca, sviluppo e innovazione; struttura produttiva, soprattutto delle aree in crisi e ritardo di sviluppo; internazionalizzazione); è stato istituito il credito di imposta per l'assunzione di personale altamente qualificato e il fondo per la crescita sostenibile per finanziare gli incentivi. Con un successivo decreto ministeriale del Ministero dello Sviluppo economico di concerto con il Ministero dell'Economia e delle finanze dell'8 marzo 2013, sono stati assegnati al fondo 630 milioni di euro, anche grazie alle risorse liberate dagli strumenti abrogati, e si sono definiti i criteri guida per l'assegnazione delle agevolazioni.

Oltre ai costi amministrativi e gestionali, le politiche di incentivazione, se non opportunamente disegnate, possono non riuscire ad azionare gli investimenti addizionali desiderati o generare effetti distorsivi sull'allocazione delle risorse. Secondo i dati Invind, circa la metà delle imprese industriali che nel triennio 2009-2011 si sono avvalse di finanziamenti pubblici alla R&S ha dichiarato che avrebbe effettuato almeno lo stesso ammontare di spese anche senza gli aiuti (fig. 11.3).

Figura 11.3

Imprese che avrebbero svolto lo stesso ammontare di R&S senza gli incentivi, per classe di addetti (1)
(in percentuale delle imprese che hanno ricevuto incentivi)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, 2011; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Imprese industriali escluse le costruzioni; i dati si riferiscono al triennio 2009-2011.

Secondo le rare valutazioni empiriche degli effetti degli aiuti alla R&S e all'innovazione condotte per l'Italia, i programmi appaiono nel complesso di modesta efficacia e sembrano essere stati più utili a sostenere l'attività innovativa delle imprese di minori dimensioni, quelle che hanno probabilmente maggiori difficoltà ad accedere a fonti di finanziamento esterne.

In base alle valutazioni disponibili, né il fondo per l'innovazione tecnologica né il fondo speciale per la ricerca applicata sarebbero stati in grado di generare una migliore performance delle imprese che hanno ricevuto i sussidi. Uno studio, che ha esaminato alcune misure adottate in Piemonte, trova effetti positivi, sebbene di breve durata, sull'attività di investimento delle imprese beneficiarie, soprattutto per le più piccole e con basso merito di credito. Altri lavori, che hanno valutato una politica regionale introdotta in Emilia-Romagna, mostrano come gli incentivi abbiano stimolato una maggiore spesa per investimenti solo nelle imprese di minore dimensione; emerge inoltre come il programma abbia innalzato la capacità innovativa delle imprese, soprattutto delle più piccole, misurata con il numero di brevetti richiesti all'EPO.

Gli incubatori di impresa, in Italia di natura prevalentemente pubblica, possono aiutare la creazione e la crescita di imprese start-up innovative. Il decreto "sviluppo bis" contempla esplicitamente il sostegno agli incubatori (cfr. il paragrafo: *Le caratteristiche del sistema produttivo e finanziario*).

L'evidenza empirica disponibile sugli incubatori è molto limitata. La Banca d'Italia, in collaborazione con altri enti, ha condotto lo scorso autunno un'indagine sulla quasi totalità degli incubatori italiani. Dall'indagine emerge come questi ultimi abbiano mediamente dimensioni contenute (il 60 per cento ha meno di otto dipendenti), solo la metà abbia forti legami con università o centri di ricerca e una gran parte presenti disavanzi strutturali di gestione in prevalenza ripianati con fondi pubblici. Gli incubatori italiani offrono alle imprese servizi prevalentemente di natura logistica e meno frequentemente di tutoring, mentorship o networking. Le imprese incubate appartengono soprattutto ai servizi, in particolare informatici. La maggioranza delle imprese che hanno partecipato all'indagine ha dichiarato di aver giudicato i servizi offerti dall'incubatore utili, ma non cruciali per lo sviluppo delle start-up.

Negli ultimi due decenni sono state adottate in Italia diverse misure per rafforzare l'attività innovativa attraverso la nascita e lo sviluppo di cluster tecnologici, anche ispirandosi alle esperienze di agglomerazioni volontarie di imprese ad alta tecnologia. Gli interventi, che hanno beneficiato di fondi pubblici, puntano ad attivare sinergie tra centri di ricerca, università e imprese private in ambiti geografici circoscritti. Tra queste politiche rientrano i distretti tecnologici e i parchi scientifici e tecnologici. Analisi condotte sulle principali variabili di bilancio e sulla propensione a brevettare mostrano come, nel complesso, siano le imprese "migliori" a scegliere di localizzarsi nel distretto o nel parco; i vantaggi competitivi di queste imprese rispetto ad altre simili, ma localizzate al di fuori del distretto o del parco, non paiono ampliarsi significativamente in seguito all'entrata nel cluster.

Alla fine del 2011 il MIUR ha censito 29 distretti tecnologici, distribuiti in 18 regioni e popolati da circa 2.300 imprese. Circa la metà dei distretti è insediata nel Mezzogiorno, il resto equamente distribuito nelle altre tre macroaree. Il numero medio di imprese appartenenti a un distretto è più elevato al Nord (174 imprese nel Nord Ovest e 125 nel Nord Est), molto più basso nel Mezzogiorno (34).

Da un'indagine promossa dalla Banca d'Italia presso 25 parchi scientifici e tecnologici italiani, è emerso che quasi tutti hanno una proprietà pubblica o mista e che, in media, il 30 per cento delle entrate proviene da fondi pubblici. Mediamente ogni parco occupa poco meno di 40 addetti, ospita 28 imprese e offre servizi a 105 aziende; coopera più con le università che con i centri di ricerca pubblici, principalmente partecipando insieme a progetti e condividendo infrastrutture per la ricerca.

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

Nel 2012 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana si è ridotto dal 3,1 allo 0,5 per cento del PIL, il valore più basso dal 2004. Alla forte correzione del deficit, che si è realizzata nonostante il lieve peggioramento della bilancia energetica, hanno contribuito sia la tenuta delle esportazioni sia la riduzione delle importazioni connessa con la debolezza della domanda interna. Tenendo conto del saldo del conto capitale, gli scambi di parte reale con l'estero sono risultati pressoché in pareggio.

Nel conto finanziario, dopo ingenti vendite di titoli pubblici italiani da parte degli investitori esteri nel primo trimestre dell'anno scorso, si è registrata una ripresa degli afflussi di capitali dall'estero, grazie all'attenuazione delle tensioni sul debito sovrano. Il saldo passivo della Banca d'Italia su TARGET2, che era peggiorato nella prima parte dell'anno, ha mostrato un recupero significativo a partire da settembre.

La posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è rimasta su livelli contenuti in rapporto al PIL. Il modesto peggioramento rispetto all'anno precedente è attribuibile quasi esclusivamente all'aumento delle quotazioni di mercato dei titoli pubblici italiani, che ha determinato una rivalutazione delle passività sull'estero del settore pubblico.

Il conto corrente e il conto capitale

Il conto corrente. – Dopo una lunga fase di deterioramento in atto dall'inizio dello scorso decennio, nel 2012 il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana ha registrato un deciso miglioramento: il disavanzo è diminuito a 8,4 miliardi (0,5 per cento del PIL), da 48,3 nell'anno precedente (tav. 12.1).

Una correzione del conto corrente di 2,6 punti percentuali di PIL in un solo anno non trova riscontro nel recente passato ed è paragonabile solo a quella (di 3,2 punti percentuali) avvenuta nel 1993 dopo il deprezzamento della lira. In entrambi i periodi l'aggiustamento si è verificato in larga parte grazie al miglioramento del saldo dei beni, al quale nel 2012 hanno contribuito in misura pressoché equivalente l'incremento delle vendite all'estero e la diminuzione delle importazioni (rispettivamente 1,1 e 1,2 punti percentuali). Nel 1993 la correzione era stata invece determinata quasi esclusivamente dalla crescita delle esportazioni, mentre le importazioni in valore erano rimaste invariate per il peggioramento delle ragioni di scambio, che aveva compensato il forte calo degli acquisti in volume.

Gli scambi di merci. – Il saldo dei beni nella valutazione fob-fob è tornato in surplus (1,1 per cento del PIL, da un deficit dell'1,1 per cento nell'anno precedente). Il

miglioramento è dovuto alla componente non energetica, il cui avanzo è quasi raddoppiato al 5,1 per cento del PIL, il picco massimo dall'introduzione dell'euro (fig. 12.1). L'aumento delle quotazioni in euro del petrolio ha invece determinato un ulteriore lieve deterioramento del disavanzo energetico, che ha raggiunto il 3,9 per cento del PIL, il livello più elevato dagli anni novanta.

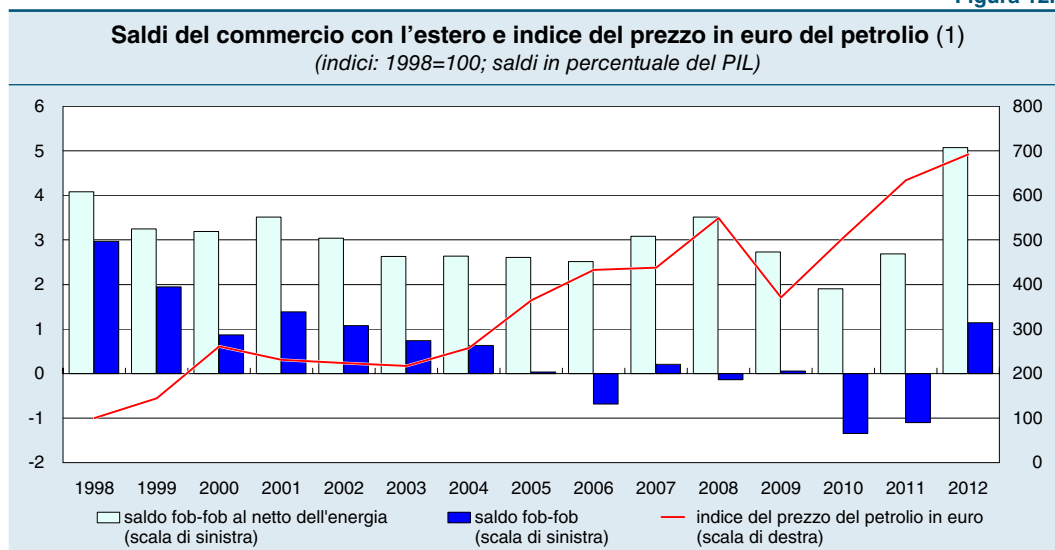
Tavola 12.1

Bilancia dei pagamenti (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2008	2009	2010	2011	2012
Conto corrente	-44,9	-30,2	-54,5	-48,3	-8,4
Merci	-2,1	0,8	-20,9	-17,4	17,8
prodotti non energetici (2)	55,3	41,5	29,5	42,4	79,4
prodotti energetici (2)	-57,5	-40,7	-50,4	-59,7	-61,6
Servizi	-8,6	-8,4	-9,2	-5,7	-0,7
Redditi	-19,4	-10,4	-8,3	-9,4	-10,1
Trasferimenti unilaterali	-14,8	-12,2	-16,1	-15,8	-15,5
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	-9,9	-7,0	-10,1	-10,4	-9,6
Conto capitale	-0,2	-0,1	-0,6	0,6	3,8
Attività intangibili	-1,0	-0,6	-0,7	-0,4	1,7
Trasferimenti unilaterali	0,9	0,5	0,2	1,1	2,1
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	2,2	1,6	1,5	2,7	3,2
Conto finanziario	31,4	37,3	86,7	72,8	7,7
Investimenti diretti	-53,1	-0,9	-17,7	-13,9	-10,7
all'estero	-45,7	-15,3	-24,7	-38,6	-23,2
in Italia	-7,4	14,5	6,9	24,7	12,5
Investimenti di portafoglio	75,2	28,1	38,5	-34,4	29,2
azioni e fondi comuni	61,9	2,6	-37,9	8,9	0,8
titoli di debito	13,3	25,5	76,4	-43,3	28,4
Derivati	1,9	4,3	-4,7	7,5	-0,4
Altri investimenti	13,0	5,7	71,8	114,5	-9,0
di cui: <i>istituzioni finanziarie monetarie</i> (3)	-18,5	-2,4	8,3	-73,2	-58,7
Variazione delle riserve ufficiali (4)	-5,6	0,1	-1,0	-0,9	-1,5
Errori e omissioni	13,7	-7,1	-31,7	-25,2	-3,1

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) Esclusa la Banca d'Italia. – (4) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

La crescita delle esportazioni di beni in valore si è attenuata rispetto al 2011 (al 3,7 per cento dall'11,4), riflettendo l'andamento del commercio mondiale (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*). Le vendite all'estero, favorite anche dal miglioramento della competitività di prezzo, sono state trainate dalla domanda proveniente dai paesi esterni all'Unione europea. Le esportazioni intra UE sono invece diminuite, risentendo della debolezza della domanda nei paesi dell'area dell'euro; le vendite italiane in questi ultimi mercati hanno inoltre continuato a registrare una dinamica lievemente peggiore rispetto alla domanda potenziale, calcolata tenendo conto della composizione geografica delle nostre esportazioni.

Figura 12.1



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

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

Le difficoltà degli esportatori italiani nel tenere il passo con la domanda espressa dai paesi dell'area dell'euro si erano già manifestate, in misura anche più marcata, nello scorso decennio. Un'analisi condotta sugli scambi internazionali di manufatti a prezzi correnti tra il 1999 e il 2012 evidenzia un crescente divario, in tutti i mercati dell'area e in quasi tutti i principali settori, tra l'espansione della domanda potenziale e quella delle esportazioni italiane. Il divario è stato particolarmente accentuato per le vendite in Germania, su cui ha influito soprattutto la dinamica meno favorevole delle esportazioni di prodotti tradizionali e della meccanica. Nell'ultimo triennio sono tuttavia emersi sviluppi incoraggianti per alcuni settori: le esportazioni intra-area di prodotti farmaceutici, alimentari e in pelle sono cresciute a un ritmo superiore a quello della domanda potenziale.

L'andamento delle esportazioni è stato eterogeneo tra settori (tav. 12.2). Hanno registrato una dinamica relativamente elevata le vendite di metalli (che rappresentano quasi il 13 per cento delle esportazioni complessive e che sono state trainate dagli scambi di oro), di prodotti farmaceutici e di prodotti petroliferi raffinati. Un aumento sostenuto è stato osservato anche nel comparto dei beni alimentari e degli articoli in pelle (in particolare borse, pelletteria, articoli da viaggio), che hanno confermato l'andamento favorevole degli ultimi anni. Un tasso di crescita inferiore alla media è stato osservato per la maggior parte degli altri settori tradizionali e per la meccanica, mentre sono diminuite le vendite all'estero in alcuni comparti (tessile, mezzi di trasporto, elettrodomestici e altri apparecchi elettrici, elettronica).

Tra il 2007 e il 2012 le esportazioni italiane di oro non monetario hanno registrato una crescita molto marcata, passando da meno di un miliardo a quasi 8 miliardi, di cui quasi tre quarti verso la Svizzera. Questo aumento, solo in parte attribuibile al rincaro delle quotazioni del metallo, si inserisce in un quadro di espansione a livello internazionale degli scambi di oro non monetario, che riflette la domanda di investimento in beni rifugio a fronte dell'incertezza sui mercati finanziari e lo sviluppo degli exchange-traded funds collegati all'oro. In tale contesto si è intensificata l'attività delle imprese manifatturiere italiane operanti nei distretti della produzione orafa e specializzate nel recupero dell'oro da rottami e rifiuti industriali, anche importati. Gli scambi di oro con l'estero sono in parte intermediati da operatori professionali che acquistano la materia prima dai cosiddetti compro oro, la cui presenza sul territorio italiano si è fortemente accentuata negli ultimi anni, anche in relazione alle difficoltà economiche delle famiglie.

Tavola 12.2

Esportazioni e importazioni di beni cif-fob in valore per settore di attività economica nel 2012 <i>(composizione percentuale, variazioni percentuali e variazioni in milioni di euro per il saldo)</i>					
SETTORI (1)	Esportazioni		Importazioni		Variazione del saldo sul 2011
	Composi- zione % nel 2011	Variazioni % sul 2011	Composi- zione % nel 2011	Variazioni % sul 2011	
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	1,5	-0,2	3,2	-5,5	713
Prodotti dell'estrazione di minerali da cave e miniere	0,3	13,8	17,2	7,2	-4.785
Prodotti delle attività manifatturiere	95,8	3,6	76,1	-8,6	39.480
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	6,5	6,7	6,8	-0,9	1.896
Prodotti tessili, abbigliamento, pelli e accessori	11,2	2,6	7,2	-8,3	3.484
Prodotti tessili	2,6	-3,6	1,7	-13,9	614
Articoli di abbigliamento	4,4	3,2	3,3	-8,2	1.591
Articoli in pelle	4,1	5,9	2,2	-4,1	1.279
Legno e prodotti in legno; carta e stampa	2,0	1,7	2,5	-9,2	1.063
Coke e prodotti petroliferi raffinati	4,5	21,8	2,5	5,0	3.168
Sostanze e prodotti chimici	6,6	1,6	9,1	-2,3	1.254
Articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici	4,1	12,5	4,8	2,9	1.364
Articoli in gomma e materie plastiche, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	6,0	0,3	3,1	-7,4	971
Metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti	12,9	4,9	10,6	-11,1	7.108
Computer, apparecchi elettronici e ottici	3,4	-2,6	7,7	-20,2	5.901
Apparecchi elettrici	5,4	-1,8	3,4	-4,0	175
Macchinari ed apparecchi n.c.a.	18,2	3,0	6,0	-6,8	3.672
Mezzi di trasporto	9,7	-1,0	9,5	-21,2	7.746
Prodotti delle altre attività manifatturiere	5,3	4,4	2,8	-7,2	1.678
Altri settori (2)	2,3	6,1	3,5	-4,0	1.082
Totale	100,0	3,7	100,0	-5,6	36.489

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) Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti e risanamento; altri prodotti non classificati.

Nel 2012 la quota delle esportazioni italiane di beni sul commercio mondiale in valore è stata pari al 2,7 per cento, in calo dal 2,9 dei due anni precedenti. A prezzi e cambi costanti, la quota è invece rimasta invariata nell'ultimo triennio (3,1 per cento). Tra il 2002 e lo scorso anno il peso delle esportazioni italiane sul commercio mondiale si è ridotto di 1,1 punti percentuali in valore e 1,0 punti in volume. Nello stesso periodo la Francia ha registrato un calo più marcato (1,8 in valore e 1,3 in volume), mentre per la Germania si riscontra un andamento divergente tra la quota di mercato in valore (diminuita di 1,3 punti percentuali) e quella in volume (aumentata di 0,2 punti).

Per valutare se l'andamento delle vendite italiane sui mercati esteri sia penalizzato dalla loro composizione merceologica e geografica, è stata effettuata un'analisi basata sulla metodologia constant market shares. Il differenziale tra il tasso di crescita delle esportazioni italiane di beni e quello delle esportazioni dei paesi dell'area dell'euro è stato scomposto in una componente "strutturale" – dovuta alla variazione geo-settoriale della domanda sotto l'ipotesi di quota di mercato costante – e in una

componente residuale, in cui confluiscono gli altri fattori (competitività di prezzo e non di prezzo) che incidono sull'andamento della quota di mercato. I risultati ottenuti sulla base di dati a prezzi correnti per il periodo compreso tra il 1999 e il 2012 indicano che la minore crescita delle esportazioni italiane rispetto a quelle dei paesi dell'area dell'euro (circa un punto percentuale in media all'anno) non è attribuibile né alla specializzazione settoriale né a quella geografica, ma alla componente legata alla competitività, che risulta fortemente negativa in quasi tutti gli anni. Tra i principali paesi concorrenti, la maggiore crescita delle esportazioni della Germania rispetto ai paesi dell'area è spiegata sia dalla specializzazione geografica sia dalla componente residuale, mentre la più debole dinamica di quelle francesi deriva dal contributo assai negativo di quest'ultima.

Le importazioni fob si sono ridotte del 5,4 per cento in valore (1,2 punti percentuali di PIL), riflettendo la persistente debolezza della fase ciclica, in particolare la forte contrazione degli investimenti e della spesa per consumi delle famiglie (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). In base ai dati di commercio estero, sono diminuite soprattutto le importazioni di beni strumentali e di prodotti intermedi. Gli acquisti di autoveicoli in rapporto al PIL sono tornati ai livelli del 1993; il calo nel 2012, pari a circa 0,4 punti percentuali, prosegue una tendenza flettente in atto da un quinquennio che accomuna l'Italia agli altri maggiori paesi dell'area, seppur con intensità meno accentuata in Germania e in Francia. Tra i prodotti intermedi, la riduzione delle importazioni di celle fotovoltaiche, che nel biennio precedente erano state fortemente favorite dalle agevolazioni fiscali, è stata pari a 0,3 punti percentuali di PIL.

Lo sviluppo di catene di produzione globali si riflette nel crescente utilizzo di input importati nell'attività delle imprese. Da un'analisi del World Input-Output Database (WIOD), che utilizza le tavole input-output e i dati di commercio bilaterale relativi a 40 paesi, emerge che la quota di valore aggiunto importato contenuto nelle esportazioni italiane di beni e servizi si è ampliata nello scorso decennio (dal 20,8 per cento nel 2000 al 27,1 nel 2011). In linea con quanto avvenuto nelle principali economie avanzate, tale tendenza si è solo temporaneamente interrotta nel 2009 in seguito alla caduta del commercio internazionale. La scomposizione per paese di origine evidenzia il peso crescente della Cina nelle catene di produzione dell'export italiano, pari all'1,8 per cento del valore delle nostre esportazioni nel 2011 (0,4 nel 2000) e superiore a quello dei paesi dell'Europa orientale non appartenenti all'area dell'euro (1,0 per cento, da 0,5). Al maggiore utilizzo di input importati da tali paesi si è accompagnato un minore ricorso a quelli prodotti da fornitori italiani, mentre il peso degli altri paesi dell'area è rimasto pressoché invariato. La stabilità dei legami produttivi interni all'area trova riscontro anche per la Germania, le cui esportazioni mostrano tuttavia un contenuto più elevato di valore aggiunto importato dalla Cina e dai paesi dell'Europa orientale.

Al miglioramento della bilancia commerciale hanno contribuito sia il saldo attivo nei confronti dei paesi della UE (da -2,7 a 10,4 miliardi) sia quello verso i paesi esterni alla UE (da -14,7 a 7,5 miliardi; tav. 12.3). Il disavanzo nei confronti della Germania si è dimezzato, per le minori importazioni di autoveicoli, di celle fotovoltaiche e di macchinari e apparecchiature. Sono migliorati anche i saldi nei confronti di Francia e Regno Unito, mentre sono peggiorati quelli nei confronti di Spagna, Grecia e Portogallo, che hanno registrato un forte calo delle importazioni in seguito al crollo della domanda interna. Tra i paesi esterni alla UE, l'incremento dell'avanzo negli scambi con gli Stati Uniti è stato favorito dal deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro e dall'espansione della domanda interna statunitense. È migliorato anche il saldo nei confronti della Cina, verso cui il nostro paese registra il deficit bilaterale più ampio; il ridimensionamento delle importazioni di celle fotovoltaiche ha più che compensato la flessione delle esportazioni. Queste ultime hanno risentito della riduzione della domanda cinese di macchinari per impieghi speciali (circa un quinto delle vendite italiane in Cina nel 2011), che ha colpito anche gli altri maggiori esportatori di meccanica specializzata. Per effetto delle maggiori importazioni di beni energetici sono invece peggiorati i disavanzi nei confronti della Russia e dei paesi OPEC.

Tavola 12.3

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area								
<i>(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2011 e composizione percentuale nel 2011)</i>								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2011	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2011	Valori	
	2012			2012			2011	2012
Paesi della UE	208,9	-0,7	55,9	198,5	-6,9	54,1	-2,7	10,4
Area dell'euro	158,2	-1,5	42,7	161,3	-6,7	43,9	-12,3	-3,1
di cui: <i>Francia</i>	43,3	-1,0	11,6	31,3	-6,6	8,5	10,2	12,0
<i>Germania</i>	48,8	-1,1	13,1	55,1	-11,2	15,7	-12,7	-6,3
<i>Spagna</i>	18,3	-8,0	5,3	16,9	-6,4	4,6	1,9	1,5
Altri paesi della UE	50,7	1,8	13,2	37,2	-7,5	10,2	9,6	13,5
di cui: <i>Regno Unito</i>	19,0	8,1	4,7	9,6	-12,6	2,8	6,6	9,4
Resto del mondo	181,5	9,2	44,1	174,1	-3,7	45,9	-14,7	7,5
Cina	9,0	-9,9	2,7	23,8	-17,0	7,3	-18,7	-14,8
Giappone	5,6	19,1	1,3	3,0	-24,4	1,0	0,7	2,6
India	3,4	-10,2	1,0	3,6	-21,7	1,2	-0,9	-0,3
OPEC	22,1	24,5	4,7	39,8	19,8	8,4	-15,5	-17,7
Russia	10,0	7,4	2,5	17,6	9,1	4,1	-6,8	-7,6
Stati Uniti	26,7	16,7	6,1	12,3	-2,3	3,2	10,3	14,4
Svizzera	22,9	10,9	5,5	11,0	-2,4	2,9	9,3	11,9
Turchia	10,6	10,2	2,6	5,1	-11,1	1,5	3,9	5,5
Altri	71,2	5,5	17,9	57,7	-10,5	16,3	3,1	13,5
Totale	390,4	3,7	100,0	372,6	-5,4	100,0	-17,4	17,8

I servizi. – Nel 2012 si è pressoché azzerato il disavanzo nei servizi (0,7 miliardi, da 5,7; tav. 12.4), che ha registrato un ulteriore forte calo dopo il picco raggiunto nel 2010.

Tavola 12.4

Interscambio di servizi						
<i>(miliardi di euro)</i>						
VOCI	Crediti		Debiti		Saldi	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Viaggi	30,9	32,1	20,6	20,5	10,3	11,5
di cui: <i>vacanze</i>	18,7	19,4	9,2	8,0	9,5	11,4
<i>motivi di lavoro</i>	6,3	6,2	6,4	6,8	..	-0,7
Trasporti	10,9	10,9	19,6	19,0	-8,7	-8,1
Altri servizi	35,6	38,9	42,9	43,0	-7,3	-4,2
di cui: <i>costruzioni</i>	0,1	0,3	0,1	0,1	..	0,2
<i>finanziari e assicurativi</i>	3,6	4,4	6,5	7,0	-3,0	-2,5
<i>royalties e licenze</i>	2,9	3,2	5,0	4,7	-2,2	-1,5
<i>informatici e di informazione</i>	1,7	2,0	3,2	3,6	-1,6	-1,6
<i>comunicazioni</i>	4,9	4,4	4,6	4,4	0,2	0,1
<i>altri servizi per le imprese</i>	21,4	23,3	21,5	21,3	-0,1	2,0
Totale	77,4	81,8	83,0	82,6	-5,7	-0,7

Nei viaggi è proseguito il recupero dell'avanzo, che è aumentato a 11,5 miliardi beneficiando, come nell'anno precedente, di maggiori entrate e di uscite sostanzial-

mente stagnanti. La crescita degli introiti a prezzi correnti si è attenuata rispetto al 2011 (al 3,8 per cento, dal 5,6), per la decelerazione dei flussi turistici dalla Germania e dalla Francia e il calo di quelli dalla Spagna e dagli altri paesi più colpiti dalla crisi. Le entrate dai paesi esterni alla UE hanno invece accelerato, grazie al contributo dei viaggiatori statunitensi e russi.

Nel 2012, per la prima volta dall'inizio della crisi, l'Italia e la Francia hanno superato il livello delle rispettive entrate a prezzi correnti del 2007; la Spagna aveva recuperato già nel 2011 la forte caduta del biennio 2008-09. Valutati in termini reali, tuttavia, nei tre paesi gli introiti turistici rimangono ben al di sotto dei livelli precedenti la crisi. In Italia nel 2012 le entrate del Nord Est hanno superato il livello del 2007 di oltre il 10 per cento a prezzi correnti, sostenute dai flussi di turisti tedeschi in Veneto e in Trentino-Alto Adige e di turisti russi in Emilia Romagna; il Centro e il Nord Ovest si trovano su livelli di poco superiori a quelli pre-crisi, mentre il Sud e le Isole non hanno ancora recuperato la caduta subita nel triennio 2008-2010 (cfr. L'economia delle regioni italiane, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).

Il turismo culturale contribuisce in misura rilevante ai flussi di viaggiatori stranieri in Italia, pesando per circa un quarto sulla domanda estera complessiva di soggiorno e per quasi la metà su quella relativa ai soli viaggi per vacanza. Poiché la spesa pro capite dei turisti interessati alle proposte culturali è più elevata della media, il loro contributo risulta anche maggiore in termini di risorse finanziarie: il saldo positivo tra entrate e uscite relative al turismo culturale è di circa 6 miliardi di euro l'anno, oltre la metà dell'attivo turistico complessivo. Il confronto internazionale suggerisce tuttavia l'esistenza di ampi margini di miglioramento nella valorizzazione e nella fruizione del patrimonio artistico e culturale e nel rafforzamento delle attività gestionali e promozionali.

La spesa dei viaggiatori italiani all'estero è lievemente diminuita nel 2012 (-0,3 per cento, dopo un incremento dello 0,8 nel 2011). La caduta delle spese per vacanze (-12,4 per cento), legata al calo dei consumi delle famiglie, è stata quasi del tutto compensata dalla crescita di quelle generate dai viaggi per motivi di lavoro e per "altri motivi personali" (che includono i viaggi di studio e le "visite a parenti e amici").

Il deficit nei servizi di trasporto è sceso a 8,1 miliardi, grazie alla caduta delle importazioni di beni: in presenza di noli mediamente stabili, i minori volumi acquistati hanno infatti contribuito a ridurre le spese per servizi di trasporto. Il disavanzo nel settore del trasporto aereo di passeggeri, il cui forte deterioramento dalla metà del decennio scorso aveva quasi interamente determinato la significativa crescita del deficit nei trasporti, è rimasto stabile (3,6 miliardi); la quota di mercato delle compagnie aeree italiane in tale comparto si è mantenuta sostanzialmente in linea con quella del biennio precedente.

Il disavanzo negli altri servizi si è ridotto a 4,2 miliardi (da 7,3 nel 2011), proseguendo il miglioramento dell'anno precedente. Come nel 2011, le importazioni sono rimaste pressoché stagnanti, mentre sono aumentate le esportazioni, grazie a *royalties* e licenze, ai servizi finanziari e assicurativi e soprattutto agli "altri servizi per le imprese". Tra questi ultimi una dinamica relativamente favorevole è stata registrata nei servizi di architettura, ingegneria e altri servizi tecnici, in quelli di ricerca e sviluppo e in quelli tra imprese collegate.

Nonostante la loro recente crescita, l'incidenza sul PIL delle esportazioni di servizi alle imprese rimane contenuta rispetto a quella dei maggiori paesi europei. Ciò dipende dalla scarsa specializzazione e dalla bassa dimensione di impresa nel terziario, solo in parte compensate dal rilevante interscambio di servizi svolto dalle aziende manifatturiere; queste ultime infatti contribuiscono alle esportazioni di servizi alle imprese con quote molto consistenti, che raggiungono circa il 90 per cento per quelli di ricerca e sviluppo, l'80 per cento per *royalties* e licenze e il 75 per cento per servizi tra imprese collegate.

In seguito alla revisione delle statistiche sui conti con l'estero (cfr. il capitolo 12: La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero nella Relazione sull'anno 2011) è stata ricostruita la bilancia dei pagamenti della tecnologia dell'Italia a partire dal 2005. Le nuove serie evidenziano flussi lordi più elevati rispetto a quelle precedenti la revisione, ma confermano il deficit storicamente registrato dall'Italia, in particolare nella compravendita e concessione di brevetti, nelle royalties e licenze e nei servizi a contenuto tecnologico. Tra questi ultimi, il disavanzo nei servizi informatici supera l'avanzo nei servizi di architettura, ingegneria e altri servizi tecnici. Il deficit si concentra negli scambi con le economie avanzate, mentre si registrano surplus nei confronti dei paesi emergenti e in via di sviluppo. Rispetto all'Italia i principali paesi avanzati mostrano sia una più elevata incidenza degli scambi di bilancia tecnologica sul PIL sia un saldo più frequentemente in attivo.

I redditi. – Il disavanzo nei redditi è rimasto sostanzialmente invariato nel 2012 (10,1 miliardi, da 9,4 nel 2011). Nella componente degli investimenti di portafoglio, cui è quasi interamente attribuibile il deficit nei redditi da capitale, sono diminuiti sia i crediti sia i debiti, rispecchiando la riduzione delle attività e passività sull'estero avvenuta nell'ultimo biennio. Si sono ridotti anche i redditi sugli investimenti diretti, che hanno risentito della contrazione degli utili delle imprese. È aumentato invece, di 1,1 miliardi, il surplus nei redditi da lavoro, in relazione alle maggiori entrate dei lavoratori transfrontalieri e alla riduzione delle uscite a favore di lavoratori non residenti.

I trasferimenti unilaterali. – Il disavanzo nei trasferimenti correnti è rimasto pressoché invariato rispetto al 2011 (15,5 miliardi). La riduzione del deficit nei trasferimenti pubblici, che riflette quasi interamente i flussi con le istituzioni della UE (9,6 miliardi), è stata compensata da un maggiore disavanzo nei trasferimenti privati. Le rimesse all'estero degli immigrati, che sulla spinta dell'aumento della popolazione straniera erano quasi raddoppiate tra il 2005 e il 2011, sono diminuite a 6,8 miliardi, da 7,4 nell'anno precedente; vi hanno contribuito la flessione del tasso di occupazione della popolazione straniera (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*) e la fase recessiva dell'economia italiana.

La stima delle rimesse all'estero degli immigrati in Italia si basa, a partire dal 2005, sulla rilevazione dei pagamenti tra persone fisiche effettuati per il tramite di istituti di pagamento (agenzie di money transfer) o altri intermediari autorizzati senza transitare su conti di pagamento intestati all'ordinante o al beneficiario (regolamento in denaro contante). Il calo delle rimesse nel 2012 ha riguardato tutti i principali paesi di destinazione (Bangladesh, Filippine, Marocco, Romania e Senegal), ad eccezione della Cina. I flussi verso quest'ultimo paese risultano molto elevati in rapporto alla popolazione cinese residente in Italia e risentono presumibilmente dell'utilizzo delle agenzie di money transfer per finalità diverse dalle rimesse, in particolare per il regolamento di transazioni commerciali. Ciò è indicato dall'elevata correlazione, a livello provinciale, tra la presenza di attività commerciali all'ingrosso gestite da cittadini cinesi e l'importo delle rimesse pro capite verso la Cina.

Il conto capitale. – L'avanzo del conto capitale è aumentato a 3,8 miliardi (da 0,6 nel 2011), grazie soprattutto al miglioramento del saldo delle attività intangibili, che ha beneficiato della vendita all'estero di diritti di emissione di anidride carbonica. Il surplus in conto capitale nei confronti delle istituzioni della UE è stato pari a 3,2 miliardi.

Il conto finanziario

Nel 2012 vi sono stati afflussi netti nel conto finanziario per 7,7 miliardi, che hanno finanziato il disavanzo di parte reale di 4,6 miliardi; la posta residuale "errori e omissioni" è stata negativa per 3,1 miliardi, un valore molto basso nel confronto storico.

Gli investimenti diretti. – Dopo il recupero nell'ultimo biennio, gli investimenti diretti all'estero degli italiani si sono nuovamente ridotti (23,2 miliardi, da 38,6 nel 2011). Il calo si è concentrato nella componente dei prestiti intrasocietari del settore non bancario, che erano stati particolarmente elevati nell'anno precedente. Gli investimenti di tipo azionario sono rimasti invece sui livelli del 2011: la debolezza dell'attività di fusione e acquisizione all'estero è stata compensata da consistenti aumenti di capitale delle controllate estere, in particolare nel settore energetico. Sono diminuiti anche gli investimenti diretti esteri in Italia (da 24,7 a 12,5 miliardi), che hanno risentito dell'incertezza sui mercati, mostrando segnali di ripresa solamente a fine anno. Nel complesso del 2012 il saldo degli investimenti diretti ha registrato deflussi netti per 10,7 miliardi.

Il maggiore dinamismo degli investimenti italiani all'estero rispetto a quelli esteri in Italia conferma una tendenza in atto dall'inizio della crisi finanziaria. Tra il 2006 e il 2012 le consistenze di investimenti diretti all'estero sono aumentate dal 16 al 27 per cento del PIL. Quelle di investimenti diretti esteri in Italia, anch'esse inizialmente pari al 16 per cento, sono rimaste sostanzialmente stagnanti (18 per cento a fine 2012) e risultano inferiori a quelle di Germania e Francia (rispettivamente 28 e 37 per cento del PIL nel 2011).

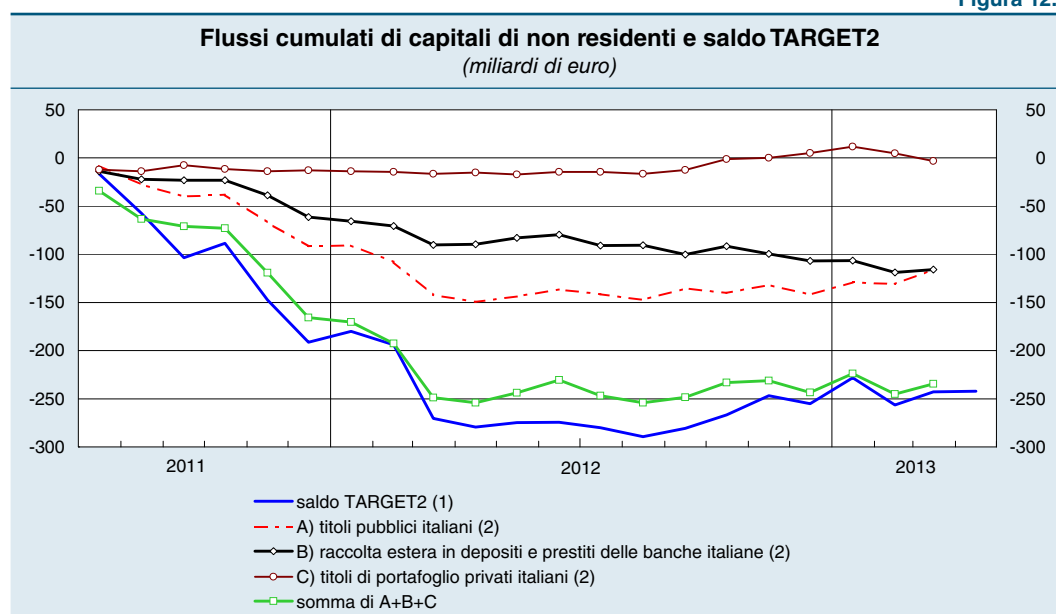
Gli investimenti di portafoglio. – Nel 2012 il saldo degli investimenti di portafoglio è tornato a registrare afflussi netti, pari a 29,2 miliardi. Gli ingenti disinvestimenti di titoli esteri effettuati da residenti (61,5 miliardi) hanno più che compensato quelli di titoli italiani operati dagli investitori internazionali (32,3 miliardi).

Proseguendo una tendenza iniziata nel 2011 con l'aggravarsi della crisi dei debiti sovrani, gli investitori residenti – soprattutto famiglie, banche e assicurazioni – hanno ridotto fortemente la loro esposizione in strumenti di debito esteri: ciò riflette la ricomposizione del portafoglio a favore di titoli italiani e, per le famiglie, la riduzione delle attività finanziarie in titoli (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). I disinvestimenti, in buona parte derivanti dal mancato rinnovo di titoli giunti a scadenza nel corso dell'anno, si sono concentrati sulle obbligazioni emesse da banche e da altri intermediari finanziari e sui titoli pubblici dei maggiori paesi dell'area. L'importo delle vendite di obbligazioni estere effettuate nell'ultimo biennio equivale, senza considerare gli aggiustamenti di prezzo, a circa un quinto dello stock detenuto alla fine del 2010. Sono invece aumentati gli investimenti in azioni e quote di fondi comuni, anche per la crescente diffusione presso le famiglie dei fondi di diritto estero a scapito di quelli di diritto italiano.

Nel primo trimestre del 2012 gli investitori non residenti hanno continuato le consistenti vendite di titoli pubblici italiani iniziate dalla metà del 2011. Dai mesi estivi si è assistito a una ripresa degli acquisti di titoli di Stato, anche nel comparto a medio e lungo termine, in un quadro di miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari in seguito alle misure dell'Eurosistema e di riduzione dei differenziali di interesse sui titoli pubblici italiani (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Gli investitori esteri hanno mostrato rinnovato interesse anche per i titoli azionari e per le obbligazioni societarie. Nel complesso dell'anno vi sono stati investimenti netti in titoli azionari per 16,1 miliardi e disinvestimenti netti in strumenti di debito per 48,4 miliardi; se si esclude il primo trimestre dell'anno, quest'ultima componente ha registrato acquisti netti pari a 12,3 miliardi. Nei primi mesi del 2013 gli investitori non residenti hanno continuato ad aumentare la propria esposizione in titoli di portafoglio italiani (17,9 miliardi nel primo trimestre).

Gli altri investimenti. – Il saldo degli “altri investimenti” relativi al settore bancario ha registrato deflussi netti per 58,7 miliardi, in larga parte per la riduzione delle passività sull'estero. Vi hanno contribuito sia le difficoltà di raccolta sul mercato interbancario internazionale (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*) sia i minori prestiti intra gruppo a favore delle filiali italiane di banche estere nell'ambito di politiche miranti a bilanciare attivo e passivo su base nazionale. Negli “altri investimenti” riconducibili alla Banca d'Italia vi sono stati afflussi netti per 62,6 miliardi (da 194,8 nel 2011), in relazione alle passività sul sistema dei pagamenti TARGET2. Dopo il forte peggioramento nel primo trimestre, il saldo debitorio della Banca d'Italia su tale sistema si è stabilizzato, mostrando un significativo miglioramento da settembre: la ripresa degli acquisti dall'estero di titoli pubblici e titoli di portafoglio privati è stata solo parzialmente compensata dall'ulteriore flessione della raccolta interbancaria estera delle banche residenti (fig. 12.2). Alla fine di aprile 2013 il saldo era negativo per 242 miliardi, 47 miliardi in meno rispetto al picco raggiunto lo scorso agosto (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). Deflussi netti, di importo contenuto, sono stati osservati nel 2012 per il settore privato non bancario e per il settore pubblico.

Figura 12.2



(1) Saldo a fine mese della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2. – (2) Flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire da luglio 2011.

La partecipazione dell'Italia alle operazioni di assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà dell'area dell'euro ha determinato un incremento delle attività nette sull'estero del settore pubblico. I prestiti bilaterali dell'Italia alla Grecia e il contributo al capitale dello European Stability Mechanism si sono tradotti in un aumento degli “altri investimenti” dell'Amministrazione pubblica. Per la quota di competenza dell'Italia sui prestiti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) sono state registrate sia una posta attiva nei confronti dei paesi destinatari dei prestiti sia una corrispondente passività nei confronti dell'EFSF, senza impatto sul saldo con l'estero. Alla fine del 2012 le consistenze sull'estero del settore pubblico relative alle operazioni di assistenza finanziaria comprendevano attività pari a 42,7 miliardi e passività pari a 26,7 miliardi.

La posizione patrimoniale sull'estero

Alla fine del 2012 la posizione netta sull'estero dell'Italia è risultata debitoria per 387,8 miliardi (24,8 per cento del PIL), da 326,2 nell'anno precedente (tav. 12.5). Il peggioramento è dovuto principalmente all'aumento delle passività estere del settore pubblico, che ha superato l'incremento delle attività estere del settore pubblico e del settore privato.

gioramento della posizione netta sull'estero, attribuibile solo in piccola parte ai modesti afflussi netti nel conto finanziario (7,7 miliardi), rispecchia soprattutto il contributo negativo degli aggiustamenti di valutazione (53,9 miliardi). Questi ultimi sono riconducibili in larga parte alla discesa dei rendimenti sui titoli pubblici italiani, che ha determinato un aumento del valore di mercato delle passività sull'estero del settore pubblico.

Tavola 12.5

Posizione netta sull'estero (miliardi di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2011 (1)	Flussi (2)	Gennaio-dicembre 2012				Consistenze a fine 2012 (1)
			Aggiustamenti			Variazione delle consistenze	
			Totali	di cambio	altri		
(a)	(b)	(c)=(d)+(e)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)	
Operatori residenti non bancari							
Attività	1.180,7	25,4	55,4	-3,2	58,6	80,8	1.261,6
Investimenti diretti	333,3	21,3	5,9	-0,2	6,1	27,2	360,5
Investimenti di portafoglio	642,5	-28,5	50,3	-2,0	52,3	21,7	664,3
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	305,4	18,3	32,0	-1,5	33,5	50,3	355,7
Altri investimenti	181,6	32,8	-1,0	-1,0	..	31,7	213,4
Strumenti derivati	23,3	-0,1	0,2	..	0,2	0,2	23,4
Passività	1.290,9	5,2	89,9	-1,6	91,5	95,1	1.386,0
Investimenti diretti	242,3	9,9	3,2	-0,1	3,2	13,1	255,4
Investimenti di portafoglio	900,4	-25,2	86,9	-0,9	87,8	61,7	962,0
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	97,9	9,6	11,3	..	11,3	20,9	118,8
Altri investimenti	121,2	19,9	..	-0,6	0,6	19,9	141,1
Strumenti derivati	27,0	0,5	-0,1	..	-0,1	0,4	27,4
Posizione netta	-110,2	20,3	-34,5	-1,6	-32,9	-14,2	-124,4
Banche residenti							
Attività	492,6	-18,1	14,7	-0,5	15,1	-3,5	489,1
Passività	728,5	-60,3	41,9	-0,4	42,3	-18,4	710,1
Posizione netta	-235,9	42,2	-27,3	-0,1	-27,2	14,9	-221,0
Banca centrale							
Attività	214,0	-8,1	7,9	-1,2	9,1	-0,2	213,8
Passività	194,1	62,0	..	..	..	62,0	256,1
Posizione netta	19,9	-70,1	7,9	-1,2	9,1	-62,2	-42,3
Totale settori							
Totale attività	1.887,3	-0,8	78,0	-4,8	82,8	77,2	1.964,5
Totale passività	2.213,5	6,9	131,9	-1,9	133,8	138,7	2.352,2
Totale posizione netta	-326,2	-7,7	-53,9	-2,9	-51,0	-61,6	-387,8

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

La posizione netta sull'estero dell'Italia è lievemente peggiore di quella della Francia (-15,9 per cento del PIL), ma più contenuta nel confronto sia con il Regno Unito (-35,3 per cento) sia soprattutto con Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, che presentano passività nette sull'estero comprese tra il 90 e il 120 per cento dei rispettivi PIL.

La posizione netta sull'estero delle banche, debitoria per 221,0 miliardi alla fine del 2012, è migliorata di 14,9 miliardi rispetto all'anno precedente, per la minore rac-

colta netta sull'interbancario, solo in parte compensata dalla rivalutazione delle passività in titoli di debito. Quella della Banca d'Italia, tradizionalmente in attivo, è diventata passiva per 42,3 miliardi, per effetto degli afflussi nel saldo su TARGET2. Alla fine del 2012 l'indebitamento netto sull'estero degli operatori residenti non bancari, in aumento rispetto al 2011, era pari a 124,4 miliardi, come saldo tra attività nette sull'estero del settore privato (501,2 miliardi) e passività nette del settore pubblico (625,6 miliardi). La crescita delle attività, principalmente per investimenti diretti e altri investimenti, è stata modesta in confronto agli aggiustamenti di valutazione che hanno riguardato sia le attività, per l'innalzamento delle quotazioni azionarie sui mercati finanziari internazionali, sia soprattutto le passività, per l'aumento dei corsi dei titoli pubblici italiani.

13. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2012 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso per il terzo anno consecutivo raggiungendo il 3,0 per cento del PIL e rendendo così possibile la chiusura della Procedura per i disavanzi eccessivi. Al netto della spesa per interessi si è registrato un avanzo del 2,5 per cento, un valore prossimo a quello della Germania; nei restanti paesi dell'area dell'euro il disavanzo medio è stato pari al 3,1 per cento. Il miglioramento dei conti riflette le misure correttive definite nel triennio 2010-12; queste ultime hanno determinato un forte aumento delle entrate in rapporto al prodotto e, per il terzo anno consecutivo, una flessione in termini nominali della spesa primaria.

Per il 2013, nonostante il protrarsi della recessione e gli effetti temporanei sul disavanzo delle misure volte ad accelerare il pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche, il Documento di economia e finanza (DEF) indica un lieve calo dell'indebitamento netto, al 2,9 per cento del PIL, valore confermato dalle recenti stime della Commissione europea. L'avanzo primario rimarrebbe sul livello registrato nel 2012. La pressione fiscale salirebbe al 44,4 per cento, un nuovo massimo storico; le spese primarie riprenderebbero a crescere, seppure a ritmi contenuti. In termini strutturali si conseguirebbe il pareggio di bilancio, in linea con l'impegno assunto in sede europea. L'incidenza del debito sul PIL continuerebbe a salire; vi contribuirebbero la modesta crescita nominale del prodotto, gli esborsi a sostegno dei paesi in difficoltà dell'area dell'euro e le erogazioni per i debiti commerciali. I risultati del primo quadrimestre di quest'anno richiedono di monitorare con attenzione i conti pubblici nei prossimi mesi.

Nel 2014 il saldo di bilancio in termini strutturali continuerebbe a migliorare; successivamente, in assenza di interventi, si registrerebbe un graduale deterioramento legato all'accelerazione della spesa. Il rispetto del principio del pareggio di bilancio richiederà interventi correttivi dal 2015, che il DEF quantifica in 0,2 punti percentuali del PIL all'anno per tre anni. L'incidenza del debito pubblico sul prodotto si ridurrebbe dal 2014, anche grazie a proventi da privatizzazioni pari a circa un punto percentuale del PIL all'anno. La Commissione europea delinea uno scenario meno favorevole per i conti pubblici: il disavanzo strutturale nel 2014 salirebbe lievemente.

Il 1° gennaio 2014 entreranno in vigore le disposizioni attuative della legge costituzionale che ha introdotto nel nostro ordinamento il principio del pareggio di bilancio in termini strutturali. Rimangono prioritari la revisione della spesa e il rafforzamento del contrasto dell'evasione fiscale, per ridurre stabilmente le elevate aliquote di imposta.

LA FINANZA PUBBLICA NEL 2012

La politica di bilancio per il 2012: obiettivi e risultati

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2012 era stato indicato al 2,7 per cento del PIL nel settembre 2009 e confermato fino all'aprile 2011 (tav. 13.1), in linea con gli impegni assunti in sede europea a seguito dell'avvio della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia alla fine del 2009. Nella seconda metà del 2011, con l'aggravarsi delle tensioni sul mercato del debito sovrano e con il deterioramento del quadro macroeconomico, venivano posti obiettivi più ambiziosi e adottate tre manovre correttive di eccezionale entità (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Le manovre correttive per il triennio 2012-14* nella Relazione sull'anno 2011).

Tavola 13.1

Obiettivi, stime e consuntivo 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
Obiettivi							
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
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
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
Stime in corso d'anno							
DEF 2012 (aprile 2012) (2)	27,2	57,0	84,2	1.959,6	-1,2	1.588,7	62,4
<i>in percentuale del PIL</i>	1,7	3,6	5,3	123,4			3,9
Nota di aggiornamento del DEF 2012 (settembre 2012)	41,2	44,9	86,1	....	-2,4	1.564,4	62,4
<i>in percentuale del PIL</i>	2,6	2,9	5,5	126,4			3,9
Consuntivo (4)	47,6	39,1	86,7	1.988,7	-2,4	1.565,9	60,0
<i>in percentuale del PIL</i>	3,0	2,5	5,5	127,0			3,8

(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 della UEM e il contributo italiano al capitale dello European Stability Mechanism (ESM). – (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 DEF 2012. – (4) Dati Istat e, per il debito, Banca d'Italia.

Nel settembre 2011, la *Nota di aggiornamento* del DEF 2011, che includeva gli effetti delle prime due manovre, rivedeva la stima dell'indebitamento netto del 2012 all'1,6 per cento del PIL; nella *Relazione al Parlamento 2011* presentata a dicembre, che teneva conto anche della terza manovra, il disavanzo era indicato all'1,2 per cento.

Complessivamente, secondo le valutazioni ufficiali, le manovre varate nella seconda metà del 2011 riducevano l'indebitamento netto del 2012 di 3,1 punti percentuali del PIL. Oltre tre quarti della correzione derivava da misure sulle entrate, che riguardavano soprattutto le imposte indirette, in particolare l'IVA, l'imposizione sugli immobili, le accise e l'imposta di bollo sugli strumenti finanziari. Si può stimare che le manovre abbiano ridotto di circa un punto la dinamica del prodotto nel 2012.

Sulla base del modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, si può valutare che il moltiplicatore medio nel primo anno delle manovre del 2011 sia stato pari a circa 0,3 (cfr. il riquadro: La crisi del debito sovrano e le revisioni delle proiezioni di crescita, in Bollettino economico, n. 71, 2013). Tale valutazione riflette la composizione delle manovre, largamente fondate su aumenti di entrate e riduzioni di trasferimenti, ai quali si associa un moltiplicatore relativamente basso (0,2). Tali poste infatti incidono principalmente sui consumi via reddito disponibile e le famiglie italiane tendono a distribuire gli effetti di uno shock al reddito disponibile sui consumi in un ampio arco temporale. Va però rilevato che la crisi potrebbe avere reso più difficile questo comportamento, a causa di più stringenti vincoli di liquidità. La parte restante degli interventi ha riguardato voci di spesa alle quali si associa un moltiplicatore di poco superiore all'unità.

Nel DEF dell'aprile 2012, principalmente per effetto della più marcata contrazione del prodotto rispetto a quanto previsto in dicembre (-1,2 per cento, contro -0,4), l'indebitamento netto veniva ancora rivisto al rialzo, all'1,7 per cento del PIL. Il Governo avviava inoltre un processo di revisione della spesa e a luglio presentava un decreto legge (cosiddetta *spending review*; cfr. il paragrafo: *La politica di bilancio e le manovre correttive per il triennio 2013-15*) con il quale si individuavano risparmi che avrebbero reso possibili, a saldi invariati, alcune riduzioni di entrate.

L'andamento sfavorevole delle prospettive macroeconomiche comportava tuttavia un ulteriore peggioramento delle stime per i conti pubblici: nella *Nota di aggiornamento* del DEF presentata a settembre, l'indebitamento netto e l'avanzo primario venivano portati rispettivamente al 2,6 e 2,9 per cento.

A consuntivo l'indebitamento netto del 2012 è sceso di 0,8 punti, collocandosi al 3,0 per cento del PIL e rispettando così la scadenza stabilita in sede europea per il rientro dalla situazione di disavanzo eccessivo. Il divario di 0,4 punti rispetto alla stima effettuata a settembre dello stesso anno riflette una dinamica delle entrate inferiore al previsto. L'avanzo primario è salito di 1,3 punti, al 2,5 per cento del PIL (tav. 13.2), per l'aumento dell'incidenza delle entrate sul prodotto a fronte della sostanziale stabilità di quella delle spese primarie.

Tavola 13.2

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)											
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Entrate	44,7	44,3	43,9	45,5	46,5	46,5	47,0	46,6	46,6	48,1	
Spese (2)	48,4	47,8	48,3	49,0	48,2	49,2	52,5	51,1	50,4	51,2	
di cui: <i>interessi</i>	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	5,0	5,5	
Avanzo primario	1,5	1,2	0,2	1,2	3,4	2,5	-0,8	0,1	1,2	2,5	
Indebitamento netto	3,6	3,5	4,4	3,4	1,6	2,7	5,5	4,5	3,8	3,0	
Fabbisogno complessivo	3,0	3,6	5,0	3,9	1,7	3,2	5,7	4,5	4,0	4,2	
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	4,3	4,2	5,3	3,9	1,9	3,2	5,8	4,5	4,1	4,7	
Debito	104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0	
Debito al netto del sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,0	120,0	124,3	

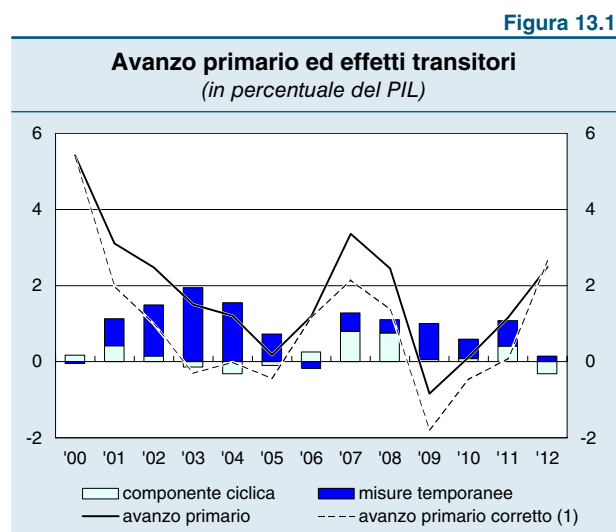
Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.

(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. – (3) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia di quelli erogati attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dell'ESM.

Nell'ultimo biennio, a consuntivo, la dinamica delle entrate e quella delle spese primarie sono risultate significativamente inferiori alle stime relative all'anno in corso riportate nei documenti di programmazione di settembre.

L'avanzo primario strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è aumentato di circa 2,6 punti percentuali del prodotto rispetto al 2011, per effetto delle rilevanti misure di correzione adottate (fig. 13.1; per la metodologia di calcolo dell'avanzo primario strutturale, cfr. il capitolo 11: *L'indebitamento netto nel 2006* nella Relazione sull'anno 2006).

Il ciclo economico e le misure temporanee hanno contribuito ad accrescere il disavanzo, rispettivamente, per circa 0,7 e 0,5 punti percentuali del PIL rispetto al 2011. Il contributo negativo delle misure temporanee è riconducibile principalmente al venir meno del gettito straordinario dell'imposta sul riallineamento dei valori di bilancio e degli introiti per la vendita delle licenze del digitale terrestre. Nelle stime della Commissione europea e in quelle contenute nel DEF, il miglioramento dell'avanzo primario strutturale è pari a quasi tre punti percentuali.



Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche

Le entrate. – Nel 2012 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate del 2,4 per cento (17,4 miliardi), sostenute dagli effetti delle manovre del biennio 2011-12. Escludendo l'incremento del gettito attribuibile a tali manovre (circa 31 miliardi), le entrate sarebbero diminuite di circa il 2 per cento, a fronte di una caduta del PIL nominale dello 0,8.

Nelle valutazioni ufficiali le manovre definite nel 2011 e nell'anno successivo avrebbero complessivamente aumentato le entrate del 2012 rispetto al 2011 di circa 34 miliardi, per quasi un terzo derivanti dall'anticipo dell'entrata in vigore dell'Imu e dal contestuale ampliamento della base imponibile del tributo (circa 11 miliardi; cfr. il paragrafo: Le manovre correttive per il triennio 2012-14 nella Relazione sull'anno 2011 e il riquadro: Gli interventi di revisione della spesa pubblica approvati nel luglio 2012, in Bollettino economico, n. 69, 2012). L'impatto delle misure relative alla tassazione immobiliare è stato più ampio di circa 2 miliardi rispetto alla valutazione iniziale, sostanzialmente per effetto degli aumenti discrezionali di aliquote disposti dai Comuni (non inclusi nella previsione). Al contrario, il gettito prodotto dalle misure riguardanti l'imposta di bollo è stato inferiore alle attese di circa 2,5 miliardi (considerando sia l'introduzione dell'imposta di bollo speciale sulle attività finanziarie oggetto di emersione fiscale – cosiddette attività scudate – sia l'imposta di bollo sugli strumenti finanziari connessa con le comunicazioni periodiche alla clientela da parte degli intermediari finanziari). È stata infine più ampia rispetto alle stime iniziali la perdita di gettito connessa con la possibilità riconosciuta alle imprese di convertire in crediti di imposta, al verificarsi di alcune condizioni, una parte delle loro attività relative a imposte anticipate (oltre 2,5 miliardi contro una stima iniziale di un importo sostanzialmente trascurabile).

La pressione fiscale è passata dal 42,6 al 44,0 per cento (tav. 13.3), risultando superiore di quasi 3 punti alla media degli altri paesi dell'area dell'euro.

Nel 2012 l'aliquota legale relativa ai redditi delle società in Italia è stata superiore a quella degli altri paesi dell'area dell'euro di oltre 6 punti percentuali. Con riferimento ai redditi delle persone fisiche,

un indicatore del peso del prelievo sui redditi è dato dal cuneo fiscale sul lavoro, calcolato annualmente dall'OCSE considerando per alcune figure tipo la struttura dell'imposta (aliquote e detrazioni), gli assegni familiari e i contributi sociali. Nel 2012 il cuneo fiscale di un lavoratore celibe senza carichi familiari con un reddito pari a quello medio di un lavoratore a tempo pieno nell'industria è stato pari in Italia, come nel 2011, al 47,6 per cento del costo del lavoro, 5,5 punti in più della media degli altri paesi dell'area dell'euro (escludendo Cipro e Malta, per i quali non sono disponibili i dati). L'analoga differenza sale a 7,5 punti percentuali nel caso di un lavoratore con coniuge e due figli a carico, per il quale il cuneo fiscale è stato pari al 38,3 per cento del costo del lavoro.

Tavola 13.3

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Imposte dirette	13,3	13,3	13,2	14,3	15,0	15,2	14,6	14,6	14,3	15,1
Imposte indirette	13,9	14,0	14,1	14,8	14,6	13,7	13,6	14,0	14,1	14,9
Imposte in c/capitale	1,3	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	0,4	0,1
Pressione tributaria	28,6	27,8	27,5	29,1	29,6	28,9	29,0	28,8	28,8	30,2
Contributi sociali	12,5	12,6	12,6	12,6	13,1	13,7	14,0	13,8	13,7	13,8
Pressione fiscale	41,0	40,4	40,1	41,7	42,7	42,6	43,0	42,6	42,6	44,0
Altre entrate correnti	3,4	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Totale entrate	44,7	44,3	43,9	45,5	46,5	46,5	47,0	46,6	46,6	48,1

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

A fronte della sostanziale stabilità dei contributi sociali, le entrate tributarie correnti sono cresciute del 5,1 per cento (22,8 miliardi); le imposte dirette e quelle indirette hanno avuto essenzialmente la stessa dinamica. Le imposte in conto capitale sono diminuite da 7,0 a 1,4 miliardi per il venir meno del gettito una tantum dell'imposta sostitutiva relativa al leasing immobiliare (1,3 miliardi nel 2011) e del sostanziale annullamento dell'imposta sul riallineamento dei valori di bilancio (passata da 5,1 a 0,6 miliardi).

All'aumento delle imposte dirette (11,3 miliardi) hanno contribuito soprattutto il gettito dell'Irpef erariale, gli inasprimenti dell'addizionale regionale all'Irpef disposti con la manovra del dicembre 2011 e la riforma della tassazione dei redditi da attività finanziarie definita nell'estate dello stesso anno.

Le entrate dell'Irpef erariale sono cresciute dell'1,3 per cento rispetto al 2011 (2,2 miliardi) per l'aumento sia del gettito dell'autotassazione sia delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente. Sull'andamento dell'autotassazione ha influito la riduzione, in larga parte temporanea, del secondo acconto del 2011 (cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2011 la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette). Nonostante il calo delle unità di lavoro dipendente (-1,2 per cento), si può valutare che la componente relativa alle ritenute abbia registrato una dinamica modesta ma positiva per effetto della crescita delle retribuzioni unitarie (1,0 per cento) e della progressività dell'Irpef (che implica un'elasticità del gettito rispetto alle retribuzioni unitarie superiore all'unità). Il gettito delle addizionali all'Irpef è complessivamente cresciuto di 2,9 miliardi (24,6 per cento; cfr. il paragrafo: Le Amministrazioni locali).

La riduzione delle entrate relative all'Ires (-6,0 per cento; -2,1 miliardi) è connessa con l'utilizzo della possibilità per le imprese di trasformare, in presenza di determinate condizioni, alcune attività per imposte anticipate in crediti di imposta. Nella direzione opposta ha operato l'aumento e l'estensione dell'ambito di applicazione dell'addizionale all'Ires per il settore energetico per il periodo 2011-13; nel 2012 si sono osservati anche gli effetti di gettito relativi al 2011 in quanto l'aggravio non ha interessato gli acconti di quell'anno.

L'aumento delle imposte sostitutive sul reddito delle attività finanziarie (oltre il 70 per cento; 4,8 miliardi) è stato sostenuto dalla componente relativa ai depositi bancari (per effetto di scelte di portafoglio che hanno più che compensato la riduzione dell'aliquota di imposta dal 27 al 20 per cento), da quella obbligatoria (anche a seguito dell'aumento dell'aliquota dal 12,5 al 20 per cento) e da quella relativa al risparmio gestito (in connessione con i versamenti effettuati lo scorso febbraio e di competenza del 2012).

Alla crescita delle imposte indirette (11,5 miliardi) ha concorso principalmente il gettito dell'Imu, risultato complessivamente pari a 23,7 miliardi (22,6 contabilizzati fra le imposte indirette e la parte residuale fra quelle dirette); il maggior gettito rispetto all'ICI del 2011 è stato di 13,9 miliardi (dei quali 13,4 relativi alle imposte indirette).

Le entrate dell'IVA sono diminuite del 3,6 per cento (-3,5 miliardi), nonostante l'aumento dell'aliquota ordinaria dal 20 al 21 per cento entrato in vigore nel settembre 2011. È scesa soprattutto la componente relativa agli scambi interni, che ha risentito del calo dei consumi. Le accise sugli oli minerali sono aumentate del 19,4 per cento (4,6 miliardi), anche per effetto degli incrementi delle aliquote varati nel biennio 2011-12. L'imposta di consumo sul gas metano ha registrato una flessione (-12,1 per cento; 0,6 miliardi). Le entrate dell'imposta di bollo sono lievemente diminuite nonostante la nuova disciplina dell'imposta sugli strumenti finanziari connessa con le comunicazioni periodiche degli intermediari finanziari alla clientela (per un'analisi dell'Imu e degli altri tributi locali, cfr. il paragrafo: Le Amministrazioni locali).

Le spese. – Nel 2012 le spese delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate in termini nominali dello 0,6 per cento (passando dal 50,4 al 51,2 per cento del PIL; tav. 13.4). L'incremento è dovuto alla sostenuta dinamica degli oneri per interessi, mentre le spese primarie si sono ridotte per il terzo anno consecutivo (-0,5 per cento, raggiungendo un livello inferiore dell'1,8 per cento a quello del 2009).

Tavola 13.4

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Redditi da lavoro dipendente	10,8	10,7	10,9	10,9	10,6	10,8	11,3	11,1	10,7	10,6
Consumi intermedi	5,2	5,3	5,4	5,1	5,1	5,4	5,9	5,8	5,8	5,7
Prestazioni sociali in natura	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8
Prestazioni sociali in denaro	16,7	16,8	16,9	16,9	17,0	17,6	19,2	19,2	19,3	19,9
Interessi	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	5,0	5,5
Altre spese correnti	3,6	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	4,2	4,1	3,8	3,7
Totale spese correnti	44,0	43,9	44,2	44,0	44,1	45,4	48,1	47,8	47,4	48,1
di cui: spese al netto degli interessi	38,9	39,1	39,6	39,3	39,1	40,3	43,5	43,2	42,4	42,6
Investimenti fissi lordi (2)	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,5	2,1	2,0	1,9
Altre spese in conto capitale	1,9	1,5	1,7	2,7	1,7	1,5	1,9	1,2	1,1	1,2
Totale spese in conto capitale (2)	4,3	3,9	4,1	5,0	4,0	3,8	4,4	3,3	3,0	3,1
Totale spese (2)	48,4	47,8	48,3	49,0	48,2	49,2	52,5	51,1	50,4	51,2
di cui: spese al netto degli interessi (2)	43,2	43,1	43,7	44,3	43,2	44,0	47,9	46,5	45,5	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.

Le uscite primarie correnti sono scese (-0,5 per cento), nonostante l'aumento delle prestazioni sociali in denaro (2,4 per cento) che ne rappresentano quasi la metà. Nell'ambito di tali prestazioni, la spesa per pensioni e la componente non pensionistica hanno avuto una dinamica analoga.

La crescita della spesa per pensioni è commessa con l'adeguamento dei trattamenti ai prezzi (pari al 3,0 per cento, di cui 0,4 a titolo di conguaglio) che nel 2012, come disposto dalla manovra del dicembre 2011, non ha tuttavia interessato le pensioni di importo complessivo superiore a tre volte quello minimo (circa 1.450 euro mensili). Sulla base dei dati attualmente disponibili, si può ritenere che il numero dei trattamenti dovrebbe essersi lievemente ridotto. La riforma del sistema pensionistico varata a dicembre del 2011 non ha avuto effetti diretti sul numero di nuove pensioni liquidate poiché, a causa del meccanismo delle finestre di pensionamento, i lavoratori che sono andati in pensione nel 2012 avevano maturato i requisiti nell'anno precedente e quindi non erano soggetti a quelli, più stringenti, introdotti a dicembre del 2011.

La spesa per i redditi da lavoro è diminuita (-2,3 per cento) per l'ulteriore significativo calo del numero di occupati. Dopo aver raggiunto un picco nel 2006, l'occupazione nelle Amministrazioni pubbliche si è ridotta senza interruzioni, con una flessione complessiva di quasi l'8 per cento (circa 280.000 unità) derivante da limiti al turnover sempre più vincolanti. La contrazione è stata particolarmente pronunciata nel caso delle Amministrazioni centrali (-9,4 per cento; circa 190.000 unità).

Sulla base dei dati pubblicati nel conto annuale della Ragioneria generale dello Stato (aggiornato al 2011) si può stimare che circa il 70 per cento della riduzione del numero di occupati sia dovuto al comparto della scuola (che nel 2006 rappresentava circa un terzo del totale dei dipendenti pubblici); un ulteriore 10 per cento è concentrato nel settore dei ministeri (che rappresentavano il 5 per cento del totale).

Nel decennio 2001-2010 la crescita media annua delle retribuzioni lorde unitarie è stata pari al 3,5 per cento, a fronte di un aumento medio dei prezzi al consumo del 2,2 per cento. Nell'ultimo biennio si è registrata una lieve diminuzione (nel complesso poco più di un punto) per il venir meno di alcuni pagamenti di arretrati e per quanto disposto dal decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 che fino al 2013 ha bloccato la contrattazione collettiva nazionale (stabilendo che la tornata relativa al triennio 2010-12 non avrebbe avuto luogo e che i mancati aumenti non sarebbero stati recuperati), congelato ai livelli del 2010 le risorse disponibili per quella decentrata e stabilito che ai dipendenti non possano essere riconosciuti aumenti per anzianità o per progressioni di carriera. Anche a seguito di tali misure, il differenziale tra le retribuzioni unitarie lorde delle Amministrazioni pubbliche e quelle del settore privato (su cui influiscono anche le differenze nelle caratteristiche dei lavoratori) si è ridotto dal 34 per cento nel 2009 al 26 nel 2012; era cresciuto ininterrottamente dal 24 per cento del 2000 al 35 per cento del 2006, per poi attestarsi poco al di sotto di tale valore.

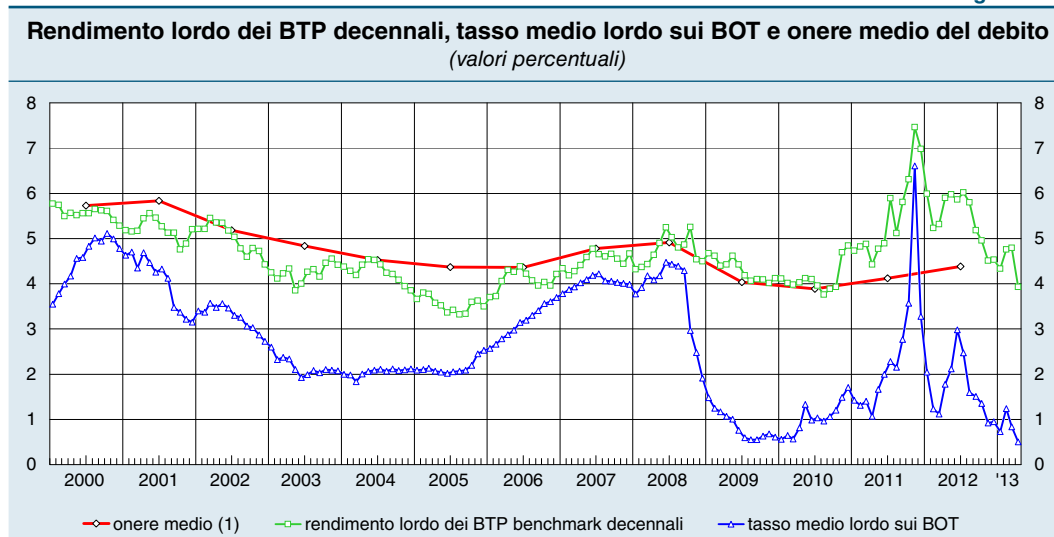
Nell'area dell'euro la spesa per i redditi da lavoro delle Amministrazioni pubbliche è aumentata dello 0,7 per cento nel triennio 2010-12, con andamenti disomogenei nei vari Stati membri. In Italia è diminuita del 3,3 per cento. Gli altri paesi che hanno registrato una contrazione sono Portogallo (-22,8 per cento), Grecia (-21,9), Irlanda (-9,3) e Spagna (-7,7).

La spesa per le prestazioni sociali in natura, costituita per circa il 90 per cento da spese per la sanità, è diminuita per il secondo anno consecutivo (-3,2 per cento; cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*). I consumi intermedi sono scesi del 2,4 per cento, dopo l'aumento del 2011 (1,2 per cento). Su entrambe le voci di spesa hanno inciso i risparmi stabiliti con il decreto del luglio 2012.

La spesa in conto capitale, escludendo la contabilizzazione con segno negativo degli introiti derivanti dalla vendita nel 2011 dei diritti d'uso delle frequenze elettromagnetiche (3,8 miliardi) e dalle dismissioni immobiliari (1,1 miliardi nel 2011 e 1,2 nel 2012), è scesa del 7,6 per cento, a fronte di un lieve aumento nel 2011. Una riduzione si registra anche per la componente relativa alla spesa per investimenti (-5,9 per cento rispetto al 2011; -23,3 per cento nell'ultimo triennio).

La spesa per interessi è salita del 10,7 per cento (8,4 miliardi); vi ha contribuito soprattutto l'incremento dell'onere medio del debito, passato dal 4,1 al 4,4 per cento (fig. 13.2; cfr. il paragrafo del capitolo 15: *Il mercato dei titoli pubblici*).

Figura 13.2



(1) L'onere medio del debito è determinato dal rapporto fra la spesa per interessi e la consistenza media del debito durante l'anno.

Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche

Il fabbisogno. – Nel 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è salito a 65,7 miliardi, da 63,6 nel 2011 (tav. 13.5; rispettivamente 4,2 e 4,0 per cento del PIL). Escludendo le principali operazioni di natura finanziaria (le dismissioni mobiliari e il più stringente sistema di tesoreria per molti enti pubblici, che hanno ridotto il fabbisogno, e il sostegno finanziario ai paesi della UEM, che invece lo ha aumentato), il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è risultato inferiore di circa 3 miliardi a quello del 2011.

Il fabbisogno delle Amministrazioni centrali è aumentato, da 62,1 miliardi a 68,0, nonostante gli effetti della sospensione del sistema di tesoreria unica mista e il conseguente assoggettamento di molti enti pubblici a un regime più stringente. Questi effetti sono valutabili in circa 9 miliardi sulla base dell'andamento dei depositi bancari delle Amministrazioni locali. Il saldo finanziario di queste ultime è stato positivo per 2,3 miliardi, a fronte di un fabbisogno di 1,5 nel 2011; il miglioramento riflette soprattutto l'aumento delle entrate dovuto all'introduzione dell'Imu (cfr. il paragrafo: Le Amministrazioni locali). Gli introiti delle dismissioni mobiliari (7,9 miliardi; 1,6 nel 2011) derivano dalla cessione alla Cassa depositi e prestiti (CDP) delle partecipazioni del Tesoro in SACE, Simest e Fintecna.

Nel 2012 sono state reperite risorse per 53,9 miliardi, soprattutto con emissioni nette di titoli (45,3 miliardi, di cui 24,9 a medio e a lungo termine), aumenti dei depositi detenuti presso la tesoreria dello Stato da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche (8,2 miliardi) e prestiti di istituzioni monetarie e finanziarie (0,2 miliardi). Tali risorse hanno finanziato, oltre al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (al netto della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti dell'EFSE, finanziati da quest'ultimo con proprie emissioni), principalmente l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (10,1 miliardi) e la riduzione delle passività relative alla raccolta postale (1,3 miliardi) e ai debiti commerciali ceduti pro soluto a intermediari finanziari (0,4 miliardi).

Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto. – Nel 2012 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è stato superiore all'indebitamento netto di 1,7 punti percentuali del PIL (tav. 13.6), a fronte di 0,5 in media

nel periodo 2003-2011, essenzialmente per le acquisizioni nette di attività finanziarie (1,8 per cento del PIL).

Tavola 13.5

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (1) (milioni di euro)					
VOCI	2008	2009	2010	2011	2012
Indebitamento netto	42.700	83.603	69.267	60.016	47.633
Fabbisogno complessivo	50.533	86.905	69.851	63.638	65.683
Dismissioni mobiliari (2)	19	798	8	1.560	7.874
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari (2)	50.552	87.703	69.859	65.198	73.557
Debito	1.671.001	1.769.254	1.851.252	1.907.392	1.988.629
<i>Per memoria:</i>					
Disponibilità liquide del Tesoro (3)	20.333	31.731	43.249	24.255	34.394
Altri depositi	32.810	35.466	35.688	35.385	27.187
Sostegno finanziario ai paesi della UEM (4)	–	–	3.909	13.118	42.665
di cui: prestiti bilaterali	–	–	3.909	10.007	10.007
EFSF	–	–	–	3.110	26.925
ESM	–	–	–	–	5.732
Vita media residua del debito (in anni)	7,5	7,7	7,8	7,5	7,1

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.
 (1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Si fa riferimento agli importi delle dismissioni mobiliari relative alle Amministrazioni centrali. – (3) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità presso il sistema bancario. – (4) Consistenze di prestiti in favore dei paesi della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF e contributo al capitale dell'ESM.

Tali acquisizioni hanno riflesso principalmente la crescita del sostegno finanziario ai paesi della UEM (29,5 miliardi), parzialmente compensata dal calo dei depositi bancari delle Amministrazioni pubbliche al netto delle operazioni di liquidità del Tesoro (8,2 miliardi).

Il debito. – L'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è salita dal 120,8 per cento nel 2011 al 127,0. L'incremento, che riflette quello del debito delle Amministrazioni centrali (tav. 13.7), è stato principalmente determinato dagli effetti dell'ampio divario tra onere medio del debito e crescita nominale del PIL (6,5 punti) e dal sostegno finanziario ai paesi della UEM (1,9 punti) solo in parte compensati dall'avanzo primario (2,5 punti).

In termini nominali l'aumento del debito è stato di 81,2 miliardi; esso è attribuibile al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (65,7 miliardi), all'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (da 24,3 a 34,4 miliardi) e agli scarti di emissione su titoli (5,8 miliardi); l'apprezzamento dell'euro ha ridotto di 0,4 miliardi il controvalore delle passività in valuta.

Nel 2012 le emissioni lorde complessive di titoli di Stato sono ammontate a 481 miliardi. Nei primi quattro mesi dell'anno in corso esse sono state pari a 188 miliardi, un importo analogo a quello del corrispondente periodo del 2012 e pari a oltre il 40 per cento delle emissioni lorde attese per il 2013.

In presenza di condizioni relativamente favorevoli sul tratto a breve termine della curva dei rendimenti, nel 2012 la quota di titoli a breve termine sul totale è aumentata rispetto al 2011 di un punto percentuale, al 9,2 per cento; è invece diminuita quella dei titoli a tasso variabile, dall'8,9 al 7,3 per cento. La quota dei titoli indicizzati all'inflazione è cresciuta di 1,5 punti, al 9,2 per cento, anche per l'introduzione, a marzo del 2012, del BTP Italia. La vita media residua del debito è scesa da 7,5 a 7,1 anni (cfr. il capitolo 15: *I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*).

Tavola 13.6

Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito											
<i>(in percentuale del PIL)</i>											
VOCI		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
(a)	Indebitamento netto (Istat)	3,6	3,5	4,4	3,4	1,6	2,7	5,5	4,5	3,8	3,0
(b)	Saldo delle partite finanziarie (1) di cui: sostegno ai paesi della UEM (2)	0,3	1,0	1,3	0,6	0,5	0,2	0,6	0,5	0,9	1,8
		-	-	-	-	-	-	-	0,3	0,6	1,9
(c)	Differenza cassa-competenza	0,5	-0,4	-0,6	0,0	-0,1	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	-0,1
	saldo primario	0,8	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,2	-0,5	-0,6	-0,4	0,1
	interessi	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,2
(d)=(a)+(b)+(c)	Fabbisogno netto del settore pubblico (MEF) e prestiti dell'EFSF (3)	4,4	4,1	5,2	4,0	2,1	3,2	5,8	4,4	4,2	4,7
(e)=(f)-(d)	Discrepanze fabbisogno	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0
(f)	Fabbisogno netto delle AP (BI) (3)	4,3	4,2	5,3	3,9	1,9	3,2	5,8	4,5	4,1	4,7
(g)	Dismissioni mobiliari (introiti -)	-1,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,5
(h)=(f)+(g)	Fabbisogno complessivo (BI)	3,0	3,6	5,0	3,9	1,7	3,2	5,7	4,5	4,0	4,2
(i)	Variazione delle disponibilità liquide del Tesoro (4)	-0,6	0,2	-0,1	0,6	-0,8	0,7	0,8	0,7	-1,2	0,6
(l)	Scarti di emissione	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,7	0,4
(m)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(n)=(h)+(i)+(l)+(m)	Variazione del debito (BI)	1,9	3,7	4,8	4,6	1,1	4,2	6,5	5,3	3,6	5,2
(o)=(a)-(n)	Divario indebitamento netto - variazione del debito	1,7	-0,2	-0,4	-1,2	0,5	-1,5	-1,0	-0,8	0,2	-2,1
(p)=(a)-(f)	Divario indebitamento netto - fabbisogno AP	-0,7	-0,7	-0,8	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,3	-1,7
(q)=(f)-(n)	Divario fabbisogno AP - variazione del debito	2,3	0,5	0,5	-0,7	0,8	-1,0	-0,7	-0,8	0,6	-0,5

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno netto del settore pubblico (calcolato al netto delle dismissioni mobiliari) e gli interessi passivi di cassa, Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), Relazione trimestrale di cassa, *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* e DEF, vari anni; per i prestiti alla Grecia e ai paesi della UEM attraverso l'EFSF, Eurostat; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche (AP), la variazione delle disponibilità liquide del Tesoro, 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 liquide del Tesoro), 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. – (2) Consistenze di prestiti in favore dei paesi della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF e contributo al capitale dell'ESM. – (3) Al netto delle dismissioni mobiliari. – (4) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità presso il sistema bancario.

Tavola 13.7

Composizione per sottosectori del debito pubblico (1)											
<i>(in percentuale del PIL)</i>											
VOCI		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Amministrazioni pubbliche		104,1	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,8	127,0
<i>Amministrazioni centrali</i>		98,7	98,2	99,6	99,2	96,1	99,1	108,8	111,8	113,4	119,6
<i>Amministrazioni locali</i>		5,2	5,4	6,2	7,2	7,2	7,0	7,6	7,5	7,5	7,4
<i>Enti di previdenza</i>		0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

La quota del debito detenuta da soggetti non residenti è diminuita per il secondo anno consecutivo, dal 38,3 per cento alla fine del 2011 al 35,0 alla fine del 2012. Escludendo i titoli acquistati nell'ambito del Securities Markets Programme e quelli detenuti da gestioni patrimoniali e fondi comuni con sede all'estero ma riconducibili a investitori italiani, la quota alla fine del 2012 era prossima al 25 per cento.

L'utilizzo di strumenti finanziari derivati nelle Amministrazioni locali. – È proseguita la riduzione dell'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali, che risente della chiusura anticipata di alcune operazioni e del divieto, disposto nel giugno 2008, di stipulare nuovi contratti (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Il fabbisogno e il debito* nella Relazione sull'anno 2008).

Alla fine del 2012, sulla base delle segnalazioni di vigilanza e della Centrale dei rischi, che rilevano solo i contratti conclusi con intermediari operanti in Italia, il valore nozionale dei contratti era pari a 10,4 miliardi (12,6 e 26,1, rispettivamente, alla fine del 2011 e del 2008). Il numero degli enti con contratti derivati (in base alla Centrale dei rischi, che rileva gli enti con un'esposizione complessiva, inclusiva del valore di mercato negativo del contratto derivato, superiore a 30.000 euro) è sceso alla fine del 2012 a 176 (di cui 12 Regioni, 24 Province e 128 Comuni), a fronte di 232 e 473, rispettivamente, alla fine del 2011 e del 2008.

Secondo stime elaborate dal Ministero dell'Economia e delle finanze sulla base delle comunicazioni provenienti dalle singole amministrazioni, alla fine del 2012 il valore nozionale complessivo dei contratti derivati delle Amministrazioni locali, inclusivo di quelli stipulati con intermediari non residenti (escludendo le componenti derivate inserite all'interno dei contratti di finanziamento), ammonterebbe a circa 21 miliardi e il numero di enti a 284 (di cui 220 Comuni, 33 Province e 19 Regioni).

Nonostante il calo del valore nozionale, il valore di mercato negativo delle operazioni con intermediari residenti, che indica l'ammontare che gli enti dovrebbero versare agli intermediari se le operazioni in essere fossero chiuse anticipatamente, è aumentato negli ultimi anni (da 1,1 miliardi a dicembre del 2008 a 1,4 alla fine del 2012); tale andamento, registrato in concomitanza con un forte calo dei tassi di interesse a breve termine, segnalerebbe che una parte significativa dei contratti in essere era stata stipulata per assicurarsi contro un rialzo dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: *Le operazioni in derivati delle Amministrazioni locali*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, 2013).

I debiti commerciali. – Sulla base di indagini campionarie condotte dalla Banca d'Italia sulle imprese e delle segnalazioni di vigilanza, si può stimare che nel 2012 l'indebitamento commerciale complessivo delle Amministrazioni pubbliche sia stato di poco superiore a 90 miliardi, sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

La stima rappresenta una valutazione di massima delle dimensioni del fenomeno e costituisce una soluzione di ripiego, in termini di universalità dell'indagine, precisione e omogeneità dei dati, rispetto alla raccolta diretta delle informazioni sulle passività commerciali di ciascun ente pubblico. Nella valutazione sono inclusi sia i debiti commerciali rilevati nei bilanci delle imprese sia quelli ceduti con clausola pro soluto agli intermediari finanziari. A seguito di una decisione dell'Eurostat del 31 luglio 2012, questi ultimi (10,5 e 10,9 miliardi, rispettivamente, a dicembre 2012 e 2011) sono compresi nel debito pubblico.

I debiti commerciali ancora presenti nei bilanci delle imprese fornitrici (che includono quelli ceduti a intermediari finanziari con clausola pro solvendo) sono stimati sulla base delle indagini campionarie sulle imprese con almeno 20 addetti operanti sia nei settori industriali e dei servizi privati non finanziari (Invind), sia delle costruzioni. La stima si riferisce al totale dei debiti commerciali ed è

ottenuta applicando il rapporto tra crediti commerciali e fatturato verso le Amministrazioni pubbliche (valutato sul campione delle indagini) al fatturato complessivo delle imprese verso le Amministrazioni pubbliche. Quest'ultimo è approssimato dalla somma di consumi intermedi, prestazioni sociali in natura e investimenti mobili e fissi (cfr. Franco D., Audizione in merito all'esame della Relazione al Parlamento approvata dal Consiglio dei Ministri il 21 marzo 2013, testimonianza presso la Camera dei Deputati, Roma, 28 marzo 2013).

Stime sulla consistenza dei debiti commerciali nei paesi europei sono state diffuse in aprile dall'Eurostat. Il valore indicato per l'Italia, riferito alla sola spesa corrente, è pari al 4,0 per cento del PIL ed è superiore a quello degli altri paesi europei che hanno comunicato i dati (ad es., 2,1 in Francia e meno dell'1 per cento in Spagna, includendo anche le spese per investimenti; soltanto per Austria e Germania non sono disponibili dati).

Le stime effettuate dall'Istat (basate su metodologie e fonti in larga misura diverse da quelle utilizzate dalla Banca d'Italia) e trasmesse all'Eurostat riguardano solo le spese correnti, in quanto quelle in conto capitale (anch'esse da contabilizzare secondo il criterio della competenza economica) sono approssimate ricorrendo ai dati di cassa e dunque non danno luogo a discrepanze tra pagamenti e registrazione delle erogazioni nei conti pubblici.

Nel 2012 i tempi medi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche sono stati superiori ai 190 giorni, in aumento di una settimana rispetto al 2011; di questi, circa 90 giorni sarebbero attribuibili ad accordi contrattuali.

Secondo le rilevazioni campionarie effettuate da Assobiomedica (associazione affiliata a Confindustria), i tempi di pagamento per le transazioni del settore sanitario sarebbero stati in media pari a circa 300 giorni nel 2012, stabili rispetto all'anno precedente. Secondo l'indagine European Payment Index 2012, basata su un campione di 10.000 imprese di 29 paesi europei, il ritardo medio (rispetto agli accordi contrattuali) con cui le Amministrazioni pubbliche pagano i propri fornitori è stato di 90 giorni in Italia; ritardi più lunghi si registrano solo in Grecia, dove superano i 100 giorni.

All'inizio del 2012 il Governo ha stanziato 5,7 miliardi per estinguere parte delle passività delle Amministrazioni centrali. Nel corso dell'anno, per facilitare lo smobilizzo del credito delle imprese fornitrici presso gli intermediari finanziari, sono state standardizzate le procedure per ottenere la certificazione del credito da parte delle singole amministrazioni, utilizzando anche una piattaforma telematica.

Il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 (convertito dalla legge 24 marzo 2012, n. 27) prevedeva la liquidazione dei debiti per cassa o, su richiesta del creditore, con l'assegnazione di titoli di Stato. Solo circa 2,8 miliardi sono stati erogati, di cui 15 milioni con titoli di Stato. Ulteriori risorse per il ripiano dei debiti (1,7 miliardi) sono state individuate utilizzando parte dei proventi del trasferimento delle partecipazioni in Fintecna, SACE e Simest alla CDP. Era inoltre concessa la possibilità di compensare crediti commerciali con debiti tributari e facilitata la possibilità di accedere al Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (cfr. capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese).

L'ammontare di crediti certificati alla fine di marzo del 2013 era estremamente modesto (479 certificazioni per via telematica per un valore di 31 milioni). Lo scarso ricorso a questo strumento è riconducibile ai ritardi di attuazione (gli ultimi provvedimenti sono stati emanati nel dicembre 2012), all'assenza di sanzioni in caso di mancata iscrizione da parte degli enti pubblici alla piattaforma telematica e a una serie di esenzioni, riguardanti soprattutto gli enti decentrati.

Nello scorso aprile il Governo ha stabilito di erogare complessivamente 40 miliardi nel biennio 2013-14 per il pagamento di debiti, in gran parte di natura commerciale, delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il paragrafo: *Le stime più recenti sui conti pubblici del 2013*).

Dal 2013, con l'entrata in vigore nel nostro ordinamento della direttiva comunitaria contro i ritardi di pagamento (direttiva UE 16 febbraio 2011, n. 7), le forniture commerciali devono essere pagate entro 30 giorni, fatte salve alcune eccezioni riguardanti principalmente quelle di servizi sanitari, che potranno essere liquidate in 60 giorni. Decorso questo periodo sono applicati interessi legali di mora (utilizzando il tasso fissato dalla BCE per le operazioni di rifinanziamento principali maggiorato di otto punti percentuali).

Le Amministrazioni locali

Nel 2012 il conto economico delle Amministrazioni locali, per la prima volta dal 1995, ha registrato un lieve avanzo. Dopo la flessione del biennio 2010-11, le entrate hanno ripreso, seppur debolmente, a crescere; le aliquote medie sui principali tributi delle Regioni sono rimaste sostanzialmente invariate; sono invece aumentate quelle applicate dagli enti locali sui tributi di loro competenza (fig. 13.3). È proseguita la contrazione delle spese.

Le entrate sono aumentate dello 0,7 per cento (a 240,0 miliardi). I trasferimenti degli altri enti pubblici sono diminuiti per il terzo anno consecutivo (-7,1 per cento); il calo è stato più che bilanciato dalla crescita della componente tributaria, sostenuta principalmente dalla quota di competenza dei Comuni del gettito dell'Imu (15,6 miliardi, circa 5,8 in più rispetto all'ICI prelevata nel 2011).

L'introduzione dell'Imu ha riportato il nostro ordinamento in linea con la prassi internazionale e con le indicazioni della letteratura economica, che assegnano alle imposte sugli immobili di residenza un ruolo centrale nella fiscalità locale: la tassazione sull'abitazione può infatti essere facilmente collegata dal contribuente ad alcuni servizi locali (principio del beneficio), incentivando la responsabilità finanziaria degli enti che applicano il tributo. Appare urgente la revisione del catasto, per eliminare ingiustificate differenze nei valori attribuiti alle proprietà immobiliari.

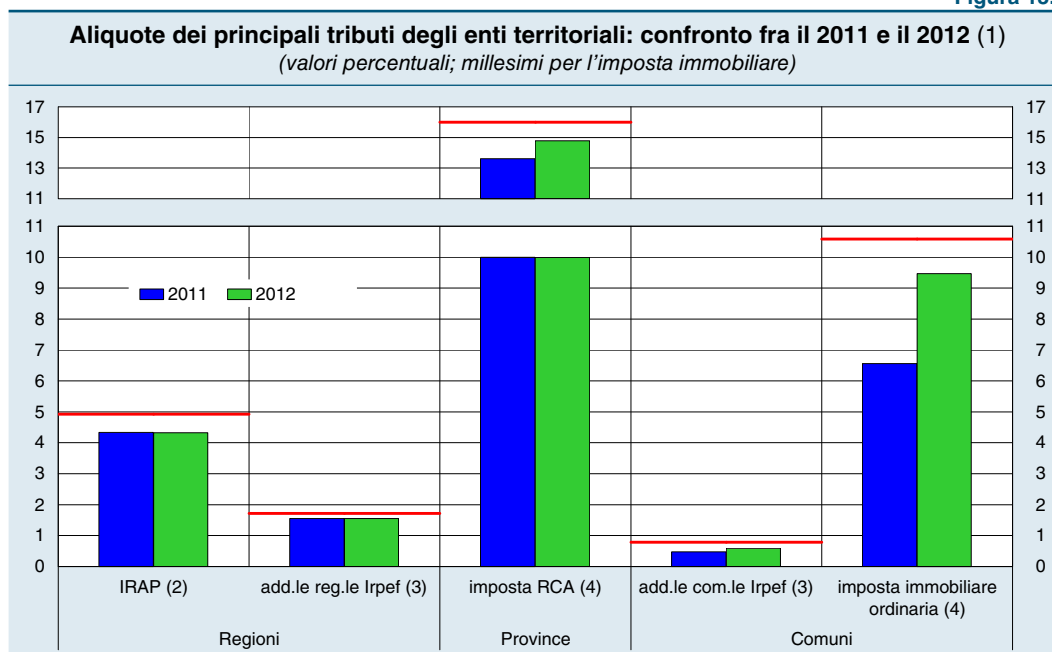
Le entrate tributarie dei Comuni sono aumentate del 31,6 per cento, soprattutto per effetto dell'introduzione dell'Imu. Rispetto all'ICI, il nuovo regime di tassazione locale degli immobili si caratterizza per una base imponibile più ampia, a seguito dell'inclusione di tutte le abitazioni principali e della maggiorazione dei moltiplicatori catastali, e per aliquote generalmente più elevate (per maggiori dettagli sull'Imu, cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2011 la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata). Secondo le valutazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze il prelievo Imu sull'abitazione principale è stato pari a 4 miliardi, a fronte dei 3,3 del corrispondente regime ICI nel 2007: all'incremento del 60 per cento dei moltiplicatori applicati nel calcolo della base imponibile dell'Imu si è contrapposto l'effetto delle maggiori detrazioni (circa un quarto delle unità immobiliari è risultato esente) e di un'aliquota media leggermente più bassa rispetto a quella dell'ICI nel 2007 (4,6 contro circa 5 per mille, a fronte di un'aliquota base pari al 4 per mille in entrambi i regimi). L'Imu sui cespiti diversi dall'abitazione principale ha fornito un gettito per i Comuni pari a 11,6 miliardi; l'aliquota ordinaria media è stata pari a circa il 9,5 per mille (quasi tre millesimi in più rispetto alla corrispondente aliquota dell'ICI nel 2011 e due millesimi oltre la misura base; fig. 13.3). Fra gli altri tributi comunali, il gettito dell'addizionale all'Irpef è aumentato del 21,5 per cento (0,7 miliardi), per effetto degli incrementi di aliquota deliberati dagli enti.

Anche le entrate tributarie delle Regioni sono cresciute (3,4 per cento), per effetto dell'incremento dell'aliquota base dell'addizionale all'Irpef nel periodo di imposta 2011. È rimasto sostanzialmente invariato il gettito dell'IRAP (come pure l'aliquota media).

Le entrate tributarie delle Province sono diminuite (-10,8 per cento), risentendo dell'abolizione nel 2012 dell'addizionale sul consumo di energia elettrica. Nonostante il calo delle immatricolazioni, sono invece cresciuti sia il gettito dell'imposta di trascrizione sia quello dell'imposta sull'assicurazione per la

responsabilità civile automobilistica. Le aliquote di quest'ultima sono aumentate quasi ovunque (salvo alcuni casi isolati, quali le Province autonome di Trento e di Bolzano): dal 2011, anno a partire dal quale gli enti hanno la facoltà di manovrare il tributo, l'aliquota media è salita di 2,3 punti percentuali (a fronte di una variazione massima consentita di 3,5 punti rispetto alla misura base del 12,5 per cento).

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) Media delle aliquote settoriali, ponderate per il peso di ciascun settore sulla base imponibile totale dei soggetti privati desunta dalle dichiarazioni. – (3) Media ponderata ottenuta pesando l'aliquota applicata da ciascun ente per la base imponibile risultante dalle dichiarazioni dei redditi. – (4) Media delle aliquote applicate da ciascun ente ponderata per il gettito.

Le spese delle Amministrazioni locali, al netto dei trasferimenti ad altri enti pubblici, sono diminuite del 2,5 per cento (a 234,7 miliardi). La componente corrente è diminuita dell'1,7 per cento (a 206,7 miliardi), per effetto della contrazione dei redditi da lavoro e delle prestazioni sociali in natura (del 2,4 e del 3,3 per cento, rispettivamente, a 69,2 e 42,1 miliardi); i consumi intermedi sono invece aumentati dello 0,9 per cento (a 65,2 miliardi), pur decelerando ulteriormente.

La spesa sanitaria, che rappresenta una quota molto rilevante della spesa corrente delle Regioni, ha continuato a ridursi anche nel 2012 (-0,7 per cento, -0,8 nel 2011), attestandosi al 7,1 per cento del PIL. Il calo ha riflesso la riduzione dei redditi da lavoro dipendente (-1,5 per cento) e quella delle uscite per prestazioni sociali in natura (-2,0 per cento), principalmente per effetto delle misure di contenimento della spesa farmaceutica previste dal decreto sulla spending review. La spesa per consumi intermedi è invece cresciuta del 2,4 per cento (3,8 nel 2011). Il contenimento della dinamica della spesa sanitaria registrato negli ultimi anni ha beneficiato, oltre che degli interventi adottati a livello nazionale, delle misure previste dai piani di rientro delle otto Regioni con elevati disavanzi sanitari (Abruzzo, Calabria, Campania, Lazio, Molise, Piemonte, Puglia e Sicilia; cfr. i rispettivi rapporti regionali in corso di pubblicazione nella collana «Economie regionali» della Banca d'Italia).

La spesa in conto capitale, escludendo i trasferimenti a enti pubblici e le dismissioni immobiliari, è diminuita dell'8,4 per cento (a 28,8 miliardi), soprattutto per l'ulteriore contrazione degli investimenti (-7,1 per cento, a 21,9 miliardi); anche le erogazioni alle imprese (sotto forma di contributi agli investimenti e di trasferimenti) si sono complessivamente ridotte (-15,7 per cento, a 5,6 miliardi).

LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2013 E PER IL MEDIO TERMINE

La politica di bilancio e le manovre correttive per il triennio 2013-15

Le tre manovre approvate nella seconda metà del 2011 definivano per il 2013 una correzione ulteriore dei conti pubblici – rispetto a quanto disposto per l’anno precedente – pari a circa 1,5 punti percentuali del PIL (portando, sulla base delle valutazioni ufficiali, la correzione cumulata a oltre 4,5 punti); le ultime due manovre permettevano, secondo le stime effettuate contestualmente, di conseguire nel 2013 il pareggio di bilancio (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica* nella Relazione sull’anno 2011). L’indebitamento netto per il 2013 era tuttavia rivisto al rialzo allo 0,5 per cento del PIL nel DEF presentato nell’aprile 2012 e ancora all’1,8 per cento nella relativa nota di aggiornamento di settembre (tav. 13.8). Le revisioni tenevano conto del progressivo peggioramento congiunturale e, nelle previsioni di settembre, della legge di stabilità che il Governo era in procinto di presentare e dalla quale si attendeva un lieve aumento del disavanzo.

Tavola 13.8

Obiettivi e stime dei conti pubblici per l’anno 2013 (miliardi di euro e percentuali del PIL)									
VOCI	Amministrazioni pubbliche					Per memoria:			
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Impatto aggiuntivo delle misure sui debiti commer- ciali	Spesa per inte- ressi	Debito (1)	Crescita % del PIL reale	PIL nominale	Indebita- mento netto 2012	Debito 2012
Obiettivi									
Nota di aggiornamento del DEF 2011 (settembre 2011) <i>in percentuale del PIL</i>	1,7 0,1	89,1 5,4	–	90,8 5,5	.... 116,4	0,9	1.665,0	25,3 1,6	.... 119,5
DEF 2012 (aprile 2012) (2) <i>in percentuale del PIL</i>	8,6 0,5	79,9 4,9	–	88,5 5,4	1.977,1 121,5	0,5	1.626,9	27,2 1,7	1.959,6 123,4
Nota di aggiornamento del DEF 2012 (settembre 2012) <i>in percentuale del PIL</i>	.... 1,8	.... 3,8	–	.... 5,6	.... 126,1	-0,2	1.582,4	41,2 2,6	.... 126,4
Stime									
Relazione al Parlamento 2013 (marzo 2013) <i>in percentuale del PIL</i>	38,3 2,4	45,6 2,9	7,9 0,5	83,9 5,3	.... ....	-1,3	1.573,2	47,4 3,0	........
DEF 2013 (aprile 2013) (2) <i>in percentuale del PIL</i>	45,4 2,9	38,5 2,4	–	83,9 5,3	2.051,4 130,4	-1,3	1.573,2	47,6 3,0	1.988,7 127,0

(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 della UEM in difficoltà e il contributo italiano al capitale dell’ESM. – (2) Il DEF include il *Programma di stabilità*.

Nel complesso, gli interventi approvati nel corso del 2012 (*spending review* e manovra di bilancio) non modificano i saldi, riducendo stabilmente sia le entrate sia le spese di circa mezzo punto percentuale del PIL in ciascun anno del triennio 2013-15 (tav. 13.9). La riduzione netta di spesa riguarda principalmente le erogazioni degli enti territoriali e del sistema sanitario. Vengono introdotti, inoltre, un’imposta di bollo sulle

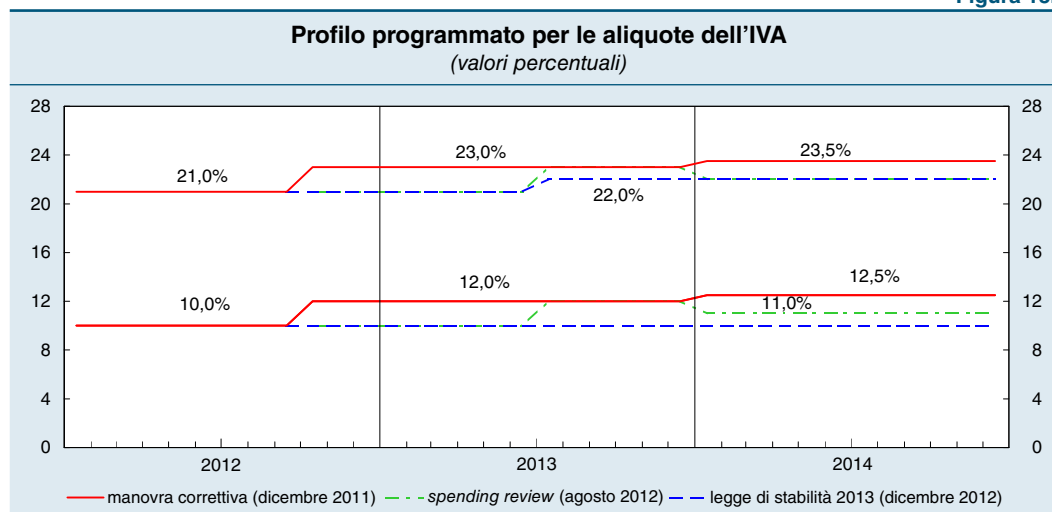
transazioni finanziarie e alcuni inasprimenti delle accise. Gli interventi hanno consentito di evitare per il 2012 e di rimodulare negli anni successivi gli aumenti delle aliquote dell'IVA disposti con le manovre del 2011 (fig. 13.4) e di concedere alcuni sgravi.

Tavola 13.9

Effetti delle manovre di bilancio approvate nel 2012 sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro)				
VOCI	2012	2013	2014	2015
REPERIMENTO RISORSE	4.568	21.129	22.539	22.620
Maggiori entrate (A)	-	4.577	5.425	4.955
Imposta di bollo sulle transazioni finanziarie (2)	-	1.004	1.215	1.202
Accise carburanti (2)	-	1.107	1.107	1.107
Acconti su riserve tecniche assicurazioni (2)	-	623	374	374
Riduzioni agevolazioni acquisto auto aziendali (2)	-	412	549	532
Mancato differimento imposte sostitutive (2)	-	200	846	423
Altri interventi (1) (2)	-	1.231	1.335	1.317
Minori spese (B)	4.568	16.552	17.114	17.665
Amministrazioni centrali (1) (2)	-	1.544	1.574	1.649
Amministrazioni locali (1) (2)	2.300	7.400	7.700	7.975
Spesa sanitaria (1) (2)	900	2.400	3.000	3.100
Acquisti di beni e servizi (1)	141	615	615	615
Pubblico impiego (1)	107	319	665	730
Trasferimenti a enti pubblici ed enti di ricerca (1)	153	410	410	410
Trasporto pubblico locale (2)	-	1.135	1.157	1.093
Trasferimenti in conto capitale (1)	500	500	400	400
Altri interventi (1) (2)	467	2.228	1.593	1.693
USO DELLE RISORSE	3.966	23.432	22.374	21.614
Minori entrate (C)	3.392	13.234	16.538	15.538
Rimodulazione aliquote IVA (1) (2)	3.280	11.002	12.164	12.164
Proroga detassazione produttività lavoro (2)	-	950	1.000	200
Incremento detrazioni figli a carico (2)	-	939	1.341	1.206
IRAP – revisione base imponibile (2)	-	-	1.050	1.266
Altri interventi (1) (2)	112	343	983	702
Maggiori spese (D)	574	10.198	5.836	6.076
Trasporto pubblico locale (2)	-	1.600	1.600	1.600
Misure sostegno aree terremotate (1)	-	1.000	1.000	450
Missioni di pace (1)	-	1.000	-	-
Amministrazioni locali (2)	-	600	-	-
Fondo esigenze indifferibili (1)	-	658	-	-
Fondo affitto immobili (2)	-	249	847	590
Misure in favore degli autotrasportatori (1) (2)	-	559	212	212
Previdenza (lavoratori salvaguardati dalla riforma pensionistica) (1)	-	-	190	590
Investimenti in infrastrutture (2) (3)	-	515	740	1.103
Fondi multilaterali (sviluppo e ambiente) (2)	-	295	295	295
Altri interventi (1) (2)	574	3.722	952	1.236
Variazione netta entrate (E=A-C)	-3.392	-8.657	-11.113	-10.583
Variazione netta spese (F=D-B)	-3.994	-6.354	-11.278	-11.589
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)	-602	2.303	-165	-1.006
di cui: DL 95/2012	-602	-16	-27	-627
legge di stabilità 2013	-	2.319	-138	-379
<i>in percentuale del PIL</i>				
Variazione netta entrate (E=A-C)	-0,2	-0,6	-0,7	-0,6
Variazione netta spese (F=D-B)	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7
Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)	0,0	0,1	0,0	-0,1

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali presentate nel DEF 2013.
(1) DL 95/2012 (convertito dalla L. 135/2012). – (2) Legge di stabilità 2013 (L. 228/2012). – (3) Include infrastrutture ferroviarie (compresa la tratta Torino-Lione), stradali e il Mose.

Figura 13.4



Il decreto legge 6 luglio 2012, n. 95 (convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 135) non incide sui saldi di finanza pubblica. Vengono conseguiti risparmi per 4,6 miliardi nel 2012, 10,8 nel 2013, 11,6 nel 2014 e 12,1 nel 2015; in media nel quadriennio il 65 per cento di tali risparmi deriva da misure di contenimento delle spese degli enti territoriali e del settore sanitario. Al riguardo, escludendo le prestazioni sociali in denaro, le spese primarie delle Amministrazioni locali rappresentano poco più del 55 per cento del totale delle Amministrazioni pubbliche. I risparmi sono destinati al finanziamento di alcune spese indifferibili o impreviste (tra cui quelle connesse con il terremoto in Emilia Romagna e con l'ampliamento della platea dei soggetti salvaguardati dalla riforma delle pensioni) e alla rimodulazione degli inasprimenti delle aliquote dell'IVA previsti sulla base della legislazione vigente. L'aumento di due punti delle aliquote del 10 e del 21 per cento dell'IVA, previsto nell'ottobre 2012, viene posticipato al 1° luglio 2013; si prevede inoltre che dal 2014 le aliquote si riducano di un punto. La diminuzione del gettito dell'IVA attribuibile alla rimodulazione è valutata in 3,3 miliardi nel 2012, 6,6 nel 2013 e 9,8 sia nel 2014 sia nel 2015.

La legge di stabilità 2013 (legge 24 dicembre 2012, n. 228) aumenta lievemente l'indebitamento netto nel 2013 (0,15 per cento del PIL) e lo lascia invariato nel biennio seguente. Essa recepisce i risparmi individuati per i ministeri con il decreto sulla spending review e dispone il conseguimento di ulteriori risparmi principalmente a livello locale e nel comparto sanitario (oltre 5,5 miliardi in ciascun anno del triennio 2013-15); prevede, inoltre, alcuni inasprimenti nel prelievo, derivanti principalmente dall'introduzione dell'imposta di bollo sulle transazioni finanziarie e da aumenti delle accise sui carburanti. Nel complesso, le risorse reperite dal provvedimento sono pari a 10,3, 11,0 e 10,5 miliardi rispettivamente nel 2013, 2014 e 2015. Tali risorse sono destinate a finanziare spese indifferibili o progetti di investimento e a concedere alcuni sgravi. In particolare, viene previsto che dal 1° luglio 2013 l'aumento dell'aliquota ordinaria dell'IVA sia di un punto percentuale (anziché due) e che l'aliquota del 10 per cento rimanga invariata (anziché salire di due punti). Vengono inoltre accresciute le detrazioni dall'Irpef per i figli a carico e alcune deduzioni dell'IRAP, tra cui quelle riconosciute alle imprese che assumono lavoratori a tempo indeterminato. Infine, sono prorogate le misure di incentivo della produttività del lavoro. Per una descrizione dell'iniziale disegno di legge di stabilità 2013 cfr. Rossi S., Audizione preliminare all'esame della Legge di stabilità 2013, testimonianza presso la Camera dei Deputati, Roma, 23 ottobre 2012.

Le stime più recenti sui conti pubblici del 2013

Lo scorso 10 aprile il DEF ha rivisto la stima per l'indebitamento netto del 2013 al 2,9 per cento del PIL, 1,1 punti percentuali in più rispetto a quanto programmato a settembre. L'aumento è riconducibile per 0,4 punti al consuntivo per il disavanzo del 2012 più elevato delle attese, per circa mezzo punto alla più marcata contrazione del prodotto e per 0,5 punti alle misure volte ad accelerare il pagamento dei debiti commerciali approvate qualche giorno prima dal Governo. La spesa per interessi è stata

rivista in direzione opposta (-0,3 punti percentuali del PIL) grazie all'andamento favorevole dei rendimenti dei titoli di Stato.

Il decreto legge 8 aprile 2013, n. 35 mira ad accelerare il pagamento di debiti delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il paragrafo: Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche). Sono previsti pagamenti per 20,0 miliardi sia nel 2013 sia nel 2014: di questi, all'estinzione di debiti commerciali sono destinati, rispettivamente, 16,9 e 17,25 miliardi (di cui 1,25 mediante compensazione con debiti fiscali delle imprese). Si prevedono inoltre maggiori rimborsi fiscali per 2,5 miliardi nel 2013 e 2,75 (al netto delle citate compensazioni) nel 2014; infine, nell'anno in corso si stabilisce l'aumento del cofinanziamento di programmi comunitari per 0,6 miliardi (derivanti da maggiori erogazioni per 0,8, di cui 0,2 finanziati con trasferimenti dalla UE). L'impatto del decreto sull'indebitamento netto (7,5 miliardi concentrati nel 2013; 0,5 per cento del PIL) è riconducibile ai soli pagamenti relativi alle spese in conto capitale, in quanto per questa voce la stima effettuata dall'Istat ai fini dell'elaborazione dei conti delle Amministrazioni pubbliche si basa sulle erogazioni rilevate secondo il criterio della cassa. I pagamenti relativi a spese correnti non incidono invece sull'indebitamento netto perché i relativi oneri di competenza sono già stati contabilizzati negli scorsi anni.

L'avanzo primario rimarrebbe sul livello registrato nel 2012. La pressione fiscale salirebbe di 0,4 punti, al 44,4 per cento. Dopo un triennio di riduzioni, l'aumento della spesa primaria (1,7 per cento) risentirebbe del pagamento dei debiti commerciali per la parte in conto capitale e della crescita delle prestazioni sociali in denaro (2,7 per cento, dovuta alla dinamica delle pensioni, 2,2 per cento, e al significativo incremento delle altre prestazioni, 4,5 per cento) per la parte corrente. Escludendo tali erogazioni, le spese in conto capitale si contrarrebbero lievemente (0,1 per cento) e quelle primarie correnti scenderebbero dell'1,0 per cento.

Nonostante il protrarsi della recessione, il percorso di risanamento non verrebbe abbandonato. Nelle stime del Governo il saldo strutturale migliorerebbe di 1,2 punti percentuali, portandosi al pareggio, in linea con l'impegno di conseguire tale risultato nel 2013.

L'incidenza del debito sul prodotto continuerebbe a salire (dal 127,0 al 130,4 per cento). L'incremento rifletterebbe l'impatto (4,7 punti percentuali del PIL) del differenziale tra l'onere medio per interessi e la dinamica del prodotto nominale (rispettivamente 4,2 e 0,5 per cento) parzialmente contenuto dall'avanzo primario (2,4 punti); gli altri fattori, che complessivamente inciderebbero per 1,1 punti, includono gli esborsi a sostegno degli altri paesi in difficoltà dell'area dell'euro (0,8 punti percentuali del PIL), gli effetti del provvedimento sull'accelerazione dei pagamenti dei debiti commerciali (0,8 punti, aggiuntivi rispetto all'impatto atteso sull'indebitamento netto) e le previste dismissioni di attività finanziarie (-1,0 punti).

Le recenti previsioni della Commissione europea convergono sulla stima di un indebitamento netto nel 2013 pari al 2,9 per cento del PIL. L'avanzo primario (2,4 per cento) sarebbe il più elevato nella UE: solo la Germania registrerebbe un valore prossimo (2,3 per cento). Il disavanzo in termini strutturali diminuirebbe meno che nelle stime del DEF, di 0,9 punti percentuali del PIL, allo 0,5 per cento.

Lo scorso 17 maggio il Consiglio dei ministri ha stabilito la temporanea sospensione del pagamento della prima rata dell'Imu relativa all'abitazione principale e ha annunciato la revisione dell'imposizione fiscale sulla proprietà immobiliare; la riforma dovrà essere approvata entro la fine di agosto ed essere coerente con il rispetto degli obiettivi programmatici indicati nel DEF, come richiesto da una clausola di salvaguardia. Nella stessa occasione sono state aumentate le risorse disponibili per il finanziamento degli oneri connessi con la Cassa integrazione guadagni.

Si può valutare che nei primi quattro mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni sia stato pari a circa 48 miliardi, segnando un aumento dell'ordine di due miliardi rispetto al corrispondente periodo del 2012, interamente attribuibili a operazioni straordinarie di natura finanziaria.

Le principali operazioni finanziarie riguardano i finanziamenti ai paesi in difficoltà della UEM e i contributi al capitale dell'ESM (14,6 miliardi nel 2012; 4,0 nel 2013), le misure relative alla tesoreria unica (che nel 2012 hanno comportato il versamento da parte degli enti decentrati nella tesoreria centrale di circa 9 miliardi precedentemente detenuti presso il sistema bancario), il conferimento di capitale alla Banca europea per gli investimenti e la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalla Banca Monte dei Paschi di Siena (rispettivamente 1,6 e 2,0 miliardi nel 2013).

Nel primo quadrimestre le entrate tributarie del bilancio dello Stato, escludendo gli incassi di lotto e lotterie, hanno registrato un modesto incremento (1,2 per cento; 1,3 miliardi) rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno.

Le imposte dirette sono cresciute del 5,3 per cento (3,1 miliardi), beneficiando soprattutto dell'incremento del gettito dell'imposta sostitutiva sul risparmio gestito (da 0,1 a 1,5 miliardi); sono aumentate anche le ritenute Irpef sui redditi da lavoro dipendente (2,8 per cento; 1,3 miliardi). Le imposte indirette, escludendo gli incassi di lotto e lotterie, sono diminuite (-3,6 per cento; -1,8 miliardi), principalmente per il calo degli incassi dell'IVA (-6,7 per cento; -2,0 miliardi).

Nella parte rimanente dell'anno le finanze pubbliche potranno beneficiare di un miglioramento della congiuntura, ma opereranno in senso opposto gli effetti delle misure relative al pagamento dei debiti commerciali (solo in parte compensati dall'inasprimento dell'IVA); il conseguimento degli obiettivi per il 2013 richiederà pertanto un attento monitoraggio dei conti.

I programmi e le prospettive per il quadriennio 2014-17

Nelle stime a legislazione vigente del DEF il miglioramento dei conti pubblici proseguirebbe anche nel prossimo quadriennio, grazie alla ripresa della crescita, pari a quasi un punto percentuale e mezzo in media all'anno. L'indebitamento netto scenderebbe all'1,8 per cento del PIL nel 2014 e si ridurrebbe gradualmente nel triennio successivo, raggiungendo l'1,0 per cento alla fine dell'orizzonte previsivo.

L'avanzo primario aumenterebbe nel 2014 di 1,4 punti, al 3,8 per cento del PIL, principalmente per il venir meno degli effetti del provvedimento sull'accelerazione dei pagamenti dei debiti commerciali e per la contrazione della spesa primaria corrente in rapporto al prodotto. Nel triennio seguente l'avanzo primario crescerebbe in media di quasi mezzo punto percentuale del PIL all'anno, collocandosi intorno al 5 per cento nel 2017.

In termini strutturali il saldo di bilancio migliorerebbe anche nel 2014, passando dal pareggio previsto per il 2013 a un modesto avanzo (0,4 per cento del prodotto). In assenza di interventi, si registrerebbe in seguito un progressivo deterioramento legato all'accelerazione della spesa: emergerebbe un piccolo disavanzo già nel 2015 (0,2 per cento), che salirebbe fino allo 0,6 per cento nel 2017. Le stime del DEF indicano pertanto che il rispetto del principio del pareggio di bilancio, previsto dalla Costituzione e dal Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economi-

ca e monetaria (che include il cosiddetto *fiscal compact*), richiederà interventi correttivi per 0,2 punti percentuali del PIL all'anno a partire dal 2015.

Includendo gli effetti degli interventi volti a mantenere in pareggio il saldo strutturale, l'indebitamento netto passerebbe dall'1,8 per cento nel 2014 all'1,5 nel 2015 e allo 0,4 nel 2017. Come previsto dalla legge di contabilità e finanza pubblica, il DEF fornisce anche uno scenario a politiche invariate. A tal fine riporta una quantificazione indicativa delle maggiori risorse eventualmente necessarie a confermare (attraverso un passaggio legislativo) le prassi, gli impegni e gli interventi di politica economica e di bilancio adottati negli anni precedenti per i principali settori di spesa. Il DEF stima tali risorse in 0,1, 0,3 e 0,4 punti percentuali del PIL rispettivamente nel 2015, nel 2016 e nel 2017. Se si volesse mantenere il pareggio di bilancio strutturale rifinanziando tutti i programmi di spesa e confermando le prassi consolidate, l'entità della manovra cumulata sul triennio sarebbe dell'ordine di circa un punto percentuale, anziché lo 0,6 stimato sulla base della legislazione vigente.

L'incidenza del debito pubblico sul PIL inizierebbe a ridursi nel 2014 (dal 130,4 al 129,0 per cento; al netto del sostegno ai paesi della UEM, il debito scenderebbe di 1,7 punti), beneficiando dell'accelerazione del prodotto, dei minori aiuti finanziari in favore dei paesi dell'area dell'euro in difficoltà e della flessione del disavanzo. Le previsioni del DEF scontano, inoltre, proventi da privatizzazioni pari a circa un punto percentuale del PIL in ciascun anno del periodo 2013-17. Nel quadro programmatico, che include gli effetti delle misure aggiuntive necessarie a mantenere il pareggio di bilancio, il debito scenderebbe al 117,3 per cento del prodotto nel 2017.

Le passività concesse con il sostegno finanziario ai paesi della UEM, che ammontavano a 42,7 miliardi nel 2012 (di cui 5,7 erogati per la costituzione del capitale dell'ESM), sono previste in crescita a 55,4 e 61,5 miliardi rispettivamente nel 2013 e nel 2014.

Le previsioni della Commissione europea delineano uno scenario meno favorevole per i conti pubblici nel 2014. L'indebitamento netto scenderebbe al 2,5 per cento del PIL, in riduzione di soli 0,4 punti, a fronte dell'1,8 indicato nel DEF; in termini strutturali le previsioni segnalano un deterioramento del saldo per circa due decimi di punto percentuale, allo 0,7 per cento del PIL.

La riforma costituzionale sul pareggio di bilancio

Lo scorso dicembre il Parlamento ha approvato, con la maggioranza assoluta dei componenti delle due Camere, la legge rafforzata (legge 24 dicembre 2012, n. 243), dando attuazione alla riforma costituzionale che ha introdotto nel nostro ordinamento il principio dell'equilibrio di bilancio (legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1). Le nuove disposizioni entreranno in vigore nel 2014, salvo quelle relative agli enti decentrati e alla legge di bilancio dello Stato per le quali l'avvio è previsto nel 2016.

In particolare, dal 2016 è prevista la soppressione della legge di stabilità, il cui contenuto confluirà nella legge di bilancio, che sarà articolata in due sezioni, una dedicata agli andamenti tendenziali e l'altra agli effetti finanziari delle nuove disposizioni normative.

La riforma delinea una modifica profonda del quadro normativo di riferimento per la finanza pubblica. Alle Amministrazioni pubbliche viene richiesto il conseguimento dell'obiettivo di medio termine concordato in sede europea e attualmente corrispondente al pareggio strutturale di bilancio. Si stabilisce inoltre che scostamenti

dall'obiettivo fissato per il saldo strutturale possono essere autorizzati dal Parlamento (a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera), su richiesta del Governo, solo a fronte di eventi eccezionali e contestualmente alla definizione di un piano di rientro; in assenza di circostanze eccezionali, il Governo deve indicare misure tali da riportare il saldo strutturale in linea con l'obiettivo entro l'esercizio successivo a quello in cui lo scostamento è stato accertato.

La definizione dell'equilibrio di bilancio in termini di saldo strutturale permette il pieno utilizzo degli stabilizzatori automatici, consentendo disavanzi nella misura in cui siano riconducibili agli effetti del ciclo economico. La legge rafforzata, inoltre, recepisce nel nostro ordinamento le nuove regole europee sulla dinamica del debito e della spesa.

Le regole relative alla programmazione aggregata dei conti pubblici sono poi declinate a livello di bilancio dei singoli enti (Stato, enti decentrati, enti non territoriali). In particolare, per lo Stato l'equilibrio di bilancio corrisponde a un valore del saldo netto da finanziare o da impiegare (indicato nella legge di bilancio e, a consuntivo, nel rendiconto generale dello Stato) coerente con gli obiettivi programmatici per il complesso delle Amministrazioni pubbliche.

I vincoli di bilancio per gli enti decentrati. – La legge rafforzata ha modificato i vincoli di bilancio delle Amministrazioni locali e le norme che ne disciplinano il ricorso al debito.

Le nuove disposizioni, in vigore dal 2016, prevedono una disciplina unica per il complesso degli enti decentrati, innovando rispetto all'attuale differenziazione tra Regioni da un lato e Province e Comuni dall'altro. Tali norme dovrebbero consentire in prospettiva il superamento del Patto di stabilità interno. Il bilancio di ciascun ente sarà considerato in equilibrio se presenta congiuntamente: (a) un saldo non negativo tra le entrate finali e le spese finali (escluse le operazioni di accensione e di rimborso di prestiti); (b) un saldo non negativo tra le entrate correnti e le spese correnti, incluse le quote di capitale delle rate di ammortamento dei prestiti. Tali regole devono essere rispettate sia ex ante (bilancio di previsione) sia in sede di rendiconto, per cassa e per competenza.

Gli eventuali avanzi di bilancio andranno destinati al rimborso del debito o al finanziamento delle spese di investimento. Nel caso di disavanzi, l'ente dovrà adottare misure per ripristinare l'equilibrio di bilancio entro il triennio successivo.

Per evitare che i vincoli di bilancio degli enti decentrati inducano politiche procicliche a livello locale si prevede, nelle fasi avverse del ciclo o in presenza di eventi eccezionali, un trasferimento aggiuntivo dello Stato agli enti decentrati; di contro, nelle fasi favorevoli, saranno questi ultimi a contribuire al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Tali trasferimenti saranno determinati tenendo conto della quota di entrate proprie degli enti influenzate dal ciclo economico.

Viene confermato che le Amministrazioni locali possono indebitarsi esclusivamente per finanziare spese di investimento. Si stabilisce, tuttavia, che il ricorso al debito sia effettuato sulla base di intese a livello regionale che garantiscano, per l'anno di riferimento, l'equilibrio della gestione di cassa finale del complesso degli enti decentrati in ambito regionale, compresa la Regione stessa. In ogni caso è previsto che ciascun ente possa ricorrere al debito nel limite delle spese per rimborsi di prestiti risultanti dal proprio bilancio di previsione.

Qualora, in sede di rendiconto, non sia rispettato l'equilibrio di cassa nell'ambito territoriale regionale, l'anno successivo il saldo negativo concorre alla determinazione dell'equilibrio della gestione di cassa finale ed è ripartito tra gli enti che non hanno rispettato l'obiettivo previsto. Dovranno essere definiti incentivi e regole per la distribuzione di avanzi e disavanzi tra gli enti in ambito regionale e andrà precisato il ruolo delle Regioni che da un lato svolgono funzioni di coordinamento, dall'altro esprimono proprie esigenze di ricorso al debito.

Il meccanismo delineato garantisce margini di flessibilità nel finanziamento degli investimenti che, soprattutto per gli enti di modeste dimensioni, possono essere caratterizzati da ampie fluttuazioni. Il vincolo è coerente con una sostanziale stabilizzazione in termini nominali del debito degli enti decentrati. L'applicazione del Patto di stabilità interno ha già comportato, per il complesso degli enti, questo risultato: alla fine del 2012 il debito complessivo delle Amministrazioni locali era pari a 115,3 miliardi, livello analogo a quello della fine del 2009.

Le nuove disposizioni si aggiungeranno alla normativa attuale che prevede tetti al rapporto tra l'ammontare delle rate di ammortamento e delle spese per interessi (rispettivamente per Regioni ed enti locali), da un lato, e quello delle entrate proprie dall'altro. Per gli enti locali tale limite, pari all'8 per cento nel 2012 e al 6 nel 2013, passerà al 4 nel 2014 (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata). L'applicazione dei limiti più stringenti dovrebbe rendere più omogenea la distribuzione del debito tra gli enti.

Sulla base dei dati dei bilanci consuntivi diffusi dall'Istat, nel 2010 il complesso degli enti decentrati italiani (Regioni, Province e Comuni) avrebbe rispettato il vincolo sul saldo finale di cassa: le entrate finali superavano le spese finali del 2,2 per cento. In termini di competenza si evidenziava un disavanzo dell'ordine del 3 per cento, con un'ampia variabilità tra i sottosectori (tav. 13.10; per informazioni sulla situazione delle singole regioni, cfr. *L'economia delle regioni italiane*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione). La differenza tra i suddetti saldi è attribuibile quasi interamente all'eccedenza degli impegni rispetto ai pagamenti per la spesa in conto capitale. I risultati di bilancio nel biennio 2011-12 potrebbero essere migliori, in quanto dal 2011 le regole del Patto di stabilità interno sono state rese più stringenti.

Tavola 13.10

Saldi di bilancio degli enti decentrati nel 2010 (valori in percentuale delle spese)					
VOCI	Saldi	Livelli di governo			
		Comuni	Province	Regioni	Totale
Cassa	Saldo delle entrate e spese finali (1)	0,3	-0,3	3,1	2,2
	Saldo corrente (2)	0,0	3,6	11,8	8,5
Competenza	Saldo delle entrate e spese finali (1)	-0,5	-2,2	-4,4	-3,2
	Saldo corrente (2)	0,4	2,4	5,7	4,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *I bilanci consuntivi delle Regioni e Province autonome, I bilanci consuntivi delle amministrazioni provinciali, I bilanci consuntivi delle amministrazioni comunali.*
 (1) Differenza tra entrate finali (entrate tributarie; entrate da trasferimenti; entrate extra-tributarie; entrate in conto capitale) e spese finali (spese correnti, spese in conto capitale). – (2) Differenza tra entrate correnti e spese correnti, incluse le quote di capitale delle rate di ammortamento dei prestiti.

La regola sul saldo corrente prevista dalla riforma costituzionale risulterebbe rispettata in termini sia di cassa sia di competenza; va rilevato che tale vincolo richiama un obbligo già oggi in vigore per i bilanci di previsione degli enti locali.

Sulla base dei Certificati di conto consuntivo del Ministero dell'Interno, nel 2010 oltre la metà dei Comuni italiani avrebbe rispettato il vincolo di un saldo non negativo tra entrate e spese finali in termini sia di cassa sia di competenza. Poco più del 15 per cento dei Comuni presentava invece un disavanzo elevato, superiore (in termini sia di cassa sia di competenza) al 10 per cento delle spese finali.

L'Ufficio parlamentare di bilancio. – Nell'ambito della riforma costituzionale è stato istituito, presso le Camere, l'Ufficio parlamentare di bilancio con compiti di analisi e verifica dell'andamento dei conti pubblici, produzione di previsioni indipendenti, valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio e attivazione dei meccanismi correttivi in caso di scostamento dagli obiettivi. All'Ufficio viene riconosciuta piena autonomia e indipendenza di giudizio e di valutazione. In linea con quanto previsto dalle regole europee, qualora le valutazioni dell'Ufficio differiscano significativamente da quelle del Governo, quest'ultimo, a richiesta di almeno un terzo dei membri di una delle commissioni competenti, è chiamato a illustrare i motivi per i quali ritiene di confermare le proprie valutazioni ovvero di conformarle a quelle dell'Ufficio (cosiddetto principio *comply or explain*).

Il contributo che un organismo indipendente può fornire alla conduzione della politica di bilancio è rilevante. Oltre a vigilare sulla coerenza tra obiettivi e politiche, esso può aumentare la trasparenza delle informazioni disponibili sui conti pubblici, permettendo un maggior controllo delle politiche da parte dei cittadini e riducendo i costi derivanti dall'incertezza.

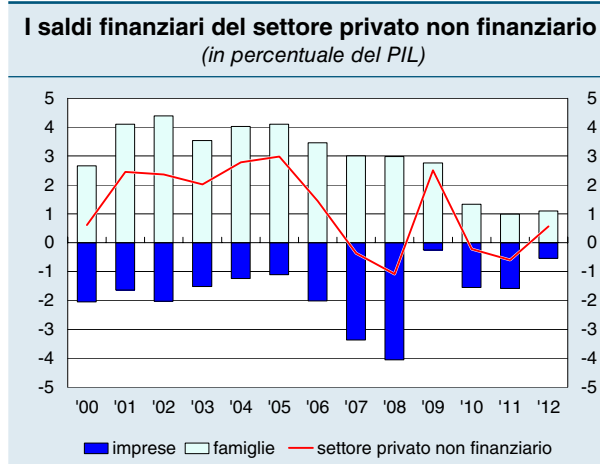
14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2012 le attività complessive nette delle famiglie sono lievemente aumentate (1,3 per cento); in termini reali sono diminuite dell'1,9 per cento. Pur beneficiando dell'incremento delle quotazioni dei titoli, la dinamica della ricchezza è stata frenata dalla contrazione del valore degli immobili dovuta al calo dei prezzi delle abitazioni e dal livello molto contenuto, per il terzo anno consecutivo, del risparmio finanziario (fig. 14.1). Le erogazioni di prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni si

sono dimezzate, sia per la minore domanda, correlata alla flessione del reddito disponibile, sia per il permanere di condizioni di offerta restrittive, in particolare per la clientela più rischiosa; i margini sui nuovi prestiti sono aumentati per i mutui a tasso variabile e per quelli a tasso fisso. La qualità del credito è leggermente peggiorata, soprattutto per il credito al consumo e per i prestiti diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni; il deterioramento è stato contenuto dalla maggiore selettività delle banche nella concessione dei mutui.

Il succedersi di due recessioni nell'arco di pochi anni ha causato un forte deterioramento della situazione economica e finanziaria delle imprese. La contrazione dei volumi di attività, la minore capacità di rimborsare i debiti e l'accresciuta selettività delle banche hanno reso più tese le condizioni nel mercato del credito. È proseguita nel marzo scorso la contrazione dei prestiti, già registrata nel corso del 2012; il differenziale di tasso di interesse sui nuovi finanziamenti rispetto all'area dell'euro è rimasto intorno a 90 punti base. La quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto in tutto o in parte il credito richiesto si è collocata su livelli storicamente elevati. Pur in presenza di un debito contenuto rispetto al PIL, nel confronto internazionale la fragilità delle aziende italiane è acuita da una minore capitalizzazione. Al fine di contenere gli effetti della fase ciclica negativa, il Governo e le associazioni di categoria hanno ampliato le misure a sostegno dell'accesso al credito, della liquidità, del riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese.

Figura 14.1



Fonte: Istat.

LE FAMIGLIE

Il risparmio finanziario e la ricchezza

Nel 2012 è proseguita la riduzione della propensione al risparmio delle famiglie (consumatrici e produttrici), all'11,4 per cento del reddito disponibile (7,9 per le sole famiglie consumatrici; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il calo si è riflesso sugli investimenti in attività finanziarie, ma per effetto della riduzione delle passività il saldo finanziario è cresciuto rispetto all'anno precedente, all'1,1 per cento del PIL. Si tratta di un livello nettamente inferiore a quello registrato fino al 2009 (fig. 14.1).

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										
Italia										
2007	27,3	20,0	33,2	9,5	16,2	3,50	0,77	0,57	0,30	2,73
2011	31,5	20,0	26,0	6,6	19,1	3,23	0,85	0,65	0,34	2,38
2012	31,7	18,7	27,8	7,2	18,7	3,44	0,86	0,66	0,34	2,58
Francia										
2007	28,5	1,7	29,8	8,7	34,9	2,94	0,87	0,72	0,51	2,06
2011	30,2	1,5	22,6	6,9	37,8	2,95	1,00	0,83	0,60	1,94
2012	30,1	1,6	23,7	7,0	36,9	3,05	1,01	0,83	0,61	2,05
Germania										
2007	36,2	6,6	23,8	10,4	32,4	2,78	0,96	0,95	0,60	1,82
2011	40,9	5,2	17,0	8,4	36,0	2,69	0,89	0,88	0,56	1,80
2012	40,8	4,8	17,7	8,5	35,9	2,76	0,87	0,87	0,56	1,88
Spagna										
2007	37,9	2,6	42,6	10,7	13,4	2,86	1,39	1,31	0,93	1,47
2011	48,4	4,0	28,7	6,6	15,0	2,53	1,34	1,26	0,94	1,19
2012	48,2	3,3	30,1	6,3	15,0	2,63	1,33	1,24	0,93	1,30
Area dell'euro										
2007	31,8	7,7	29,6	9,3	28,0	3,13	1,05	0,95	0,59	2,08
2011	36,1	7,4	21,7	6,9	31,4	3,04	1,09	1,00	0,61	1,95
2012	35,8	6,8	22,4	7,2	31,7	3,16	1,10	1,00	0,62	2,06
Regno Unito										
2007	27,4	0,8	15,0	4,2	53,6	4,61	1,74	1,61	0,74	2,87
2011	29,0	1,2	13,3	2,4	53,1	4,28	1,52	1,44	0,81	2,76
2012	28,6	1,1	13,5	3,0	53,4	4,32	1,46	1,39	0,78	2,86
Stati Uniti (4)										
2007	11,8	9,3	47,9	11,4	27,9	4,91	1,34	1,32	1,00	3,57
2011	14,7	10,1	43,5	10,9	28,3	4,36	1,16	1,13	0,83	3,21
2012	14,6	9,5	44,6	11,8	28,1	4,47	1,11	1,08	0,78	3,37

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); BCE (per l'area dell'euro e per i mutui dei paesi dell'area); 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*. 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 alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Il valore delle attività finanziarie è leggermente aumentato, principalmente per il positivo andamento delle quotazioni dei titoli registrato alla fine del 2012. Dopo la forte diminuzione del 2011, lo scorso anno la ricchezza finanziaria netta è aumentata del 2,9 per cento in termini reali, un incremento inferiore a quello dei paesi dell'area dell'euro (3,6 per la media dell'area), del Regno Unito (5,5) e degli Stati Uniti (7,8). La componente immobiliare della ricchezza italiana è invece diminuita del 4,1 per cento in termini reali per effetto del calo dei prezzi delle abitazioni. Nel complesso, la ricchezza netta è rimasta pari a circa otto volte il reddito disponibile, principalmente per il forte calo di quest'ultimo.

Gli investimenti in attività finanziarie. – Nel 2012 gli acquisti netti di attività finanziarie sono stati pari a 16 miliardi di euro (36 miliardi nel 2011; tav. 14.2), il volume più basso dal 1995, da quando si dispone di serie storiche continue. Il flusso di investimenti più rilevante, pari a 51 miliardi, ha riguardato i depositi a scadenza, che hanno beneficiato di una riduzione dell'aliquota fiscale sui relativi interessi (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Tra i disinvestimenti, sono state ingenti le vendite nette di titoli pubblici italiani (-28 miliardi), sia a breve sia a medio e a lungo termine, e quelle di obbligazioni estere (-25 miliardi). Queste ultime sono state quasi interamente compensate dagli acquisti di quote di fondi comuni esteri: nel complesso il peso delle attività emesse da non residenti sul totale dell'attivo è rimasto stabile al 9 per cento.

Sebbene per volumi inferiori rispetto all'anno precedente, è proseguita la riduzione delle quote di fondi comuni italiani (-6 miliardi). Le famiglie hanno invece effettuato acquisti netti positivi (7 miliardi) di azioni emesse da residenti. Grazie all'andamento favorevole del valore dei titoli, il peso delle attività più rischiose (azioni e fondi comuni) sul totale è aumentato rispetto all'anno precedente, raggiungendo il 28 per cento, a fronte del 29 degli strumenti della raccolta bancaria e del 19 delle riserve assicurative e previdenziali.

L'indebitamento

Nel 2012, per la prima volta negli ultimi quindici anni, i debiti finanziari delle famiglie consumatrici e produttrici italiane si sono ridotti, sebbene per un ammontare contenuto (0,7 per cento della consistenza alla fine del 2011). L'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile (66 per cento) è tuttavia aumentata rispetto all'anno precedente a causa della marcata contrazione del reddito; il rapporto resta basso nel confronto internazionale (tav. 14.1).

A dicembre del 2012 i prestiti concessi dalle banche erano diminuiti dello 0,5 per cento rispetto allo stesso mese del 2011. La contrazione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso (-0,8 per cento). Nell'area dell'euro si è registrata in media una crescita meno sostenuta nel 2012 (0,7 per cento in dicembre) rispetto al 2011 (2,0 per cento), con forti differenze tra i principali paesi (fig. 14.2).

I prestiti per l'acquisto di abitazioni. – I finanziamenti alle sole famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni sono rimasti stabili tra il 2011 e il 2012; a marzo di quest'anno sono diminuiti dello 0,3 per cento in ragione d'anno (tav. 14.3). Nel 2012 le erogazioni di mutui sono state pari a 26 miliardi, circa la metà di quelle di un anno prima, anche per la diminuzione di surroghe e sostituzioni.

Tavola 14.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2012	Composizione percentuale		2011	2012
		2011	2012		
ATTIVITÀ (2)					
Biglietti e monete	120.149	3,3	3,2	6.967	1.964
Strumenti di origine bancaria	1.059.587	28,6	28,5	7.520	37.194
di cui: <i>depositi a vista</i>	489.543	14,0	13,2	-17.996	-8.407
<i>altri depositi</i>	194.579	4,0	5,2	10.312	50.958
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	375.465	10,6	10,1	15.204	-5.357
Depositi e altra raccolta postale (3)	344.281	9,3	9,3	4.218	14.740
Titoli pubblici	188.475	5,3	5,1	61.551	-27.684
di cui: <i>a breve termine</i>	13.817	0,7	0,4	14.206	-11.280
<i>a medio e a lungo termine</i>	174.658	4,6	4,7	47.345	-16.405
Titoli di imprese a medio e a lungo termine	1.129	0,1	0,0	-16.234	-5.872
Quote di fondi comuni	267.437	6,6	7,2	-18.843	16.667
di cui: <i>italiani</i>	144.692	4,1	3,9	-22.783	-5.853
<i>esteri</i>	122.745	2,5	3,3	3.940	22.520
Azioni e partecipazioni	763.984	19,4	20,6	4.609	5.663
di cui: <i>italiane</i>	726.313	18,3	19,5	2.597	7.381
<i>estere</i>	37.671	1,1	1,0	2.012	-1.718
Altre attività sull'estero	160.780	5,0	4,3	-14.476	-23.902
di cui: <i>depositi</i>	29.841	0,8	0,8	736	863
<i>titoli a breve termine</i>	517	0,0	0,0	43	137
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	130.422	4,1	3,5	-15.256	-24.901
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	693.509	19,1	18,7	2.210	-1.667
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	427.268	11,7	11,5	-331	-5.226
Altre attività (4)	116.962	3,3	3,1	-1.126	-1.494
Totale attività	3.716.294	100,0	100,0	36.397	15.610
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (5)	59.989	6,4	6,4	1.308	-151
di cui: <i>bancari</i>	58.289	6,2	6,3	1.618	-103
Debiti a medio e a lungo termine (6)	649.748	70,3	69,8	17.235	-6.738
di cui: <i>bancari</i>	551.938	59,9	59,3	20.671	-6.076
Altre passività finanziarie (7)	220.719	23,2	23,7	1.125	3.635
Totale passività	930.456	100,0	100,0	19.667	-3.253
SALDO	2.785.838			16.730	18.863

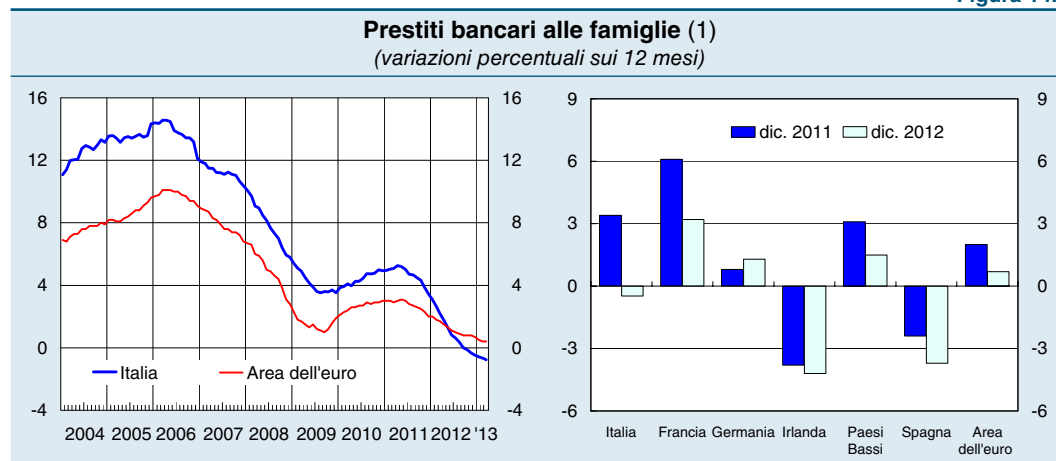
Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(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.

Diversi fattori hanno contribuito al rilevante calo delle erogazioni. La domanda di mutui si è fortemente indebolita per la marcata contrazione del reddito disponibile (4,8 per cento in termini reali; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) e per la ridotta capacità di risparmio delle famiglie. La selettività delle banche è rimasta molto elevata a causa del peggioramento delle prospettive dell'attività economica e, in particolare, di quelle del mercato immobiliare. Le restrizioni sulle quantità, molto forti nel primo semestre, si sono attenuate nella seconda parte dell'anno, quando le banche

hanno agito principalmente attraverso i margini applicati sui prestiti, soprattutto su quelli concessi ai mutuatari più rischiosi. Tra il 2006 e il 2012 la quota dei nuovi finanziamenti concessi ai giovani (meno di 35 anni) è diminuita dal 42 al 35 per cento, quella a favore di extracomunitari dal 10 al 4 per cento.

Figura 14.2



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 cartolarizzazioni, 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*.

Le condizioni di offerta dei nuovi mutui sono nel complesso rimaste invariate o in lieve peggioramento rispetto al 2011. In base ai dati dell'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle sedi regionali 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 diminuita dal 6 al 5 per cento delle erogazioni; il valore medio del *loan to value* si è ridotto dal 60 al 59 per cento. La durata media dei nuovi mutui è risultata stabile (22 anni), mentre la percentuale di quelli con durata pari o superiore a 30 anni è aumentata (dal 25,0 al 26,3 per cento delle erogazioni).

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 2013 (2)
	dicembre 2010	dicembre 2011	giugno 2012	dicembre 2012	marzo 2013	
Prestiti per l'acquisto di abitazioni						
Banche	3,9	4,5	2,1	0,1	-0,3	346.064
Credito al consumo						
Banche	2,4	1,5	-0,3	-0,9	-1,3	56.881
Società finanziarie	0,5	1,9	-1,3	-1,5	-0,2	60.545
Totale banche e società finanziarie	1,4	1,7	-0,8	-1,2	-0,7	117.426
Altri prestiti (3)						
Banche	9,5	2,7	-0,2	0,4	0,1	108.500
Prestiti totali						
Totale banche e società finanziarie	4,3	3,5	1,1	-0,1	-0,3	571.990

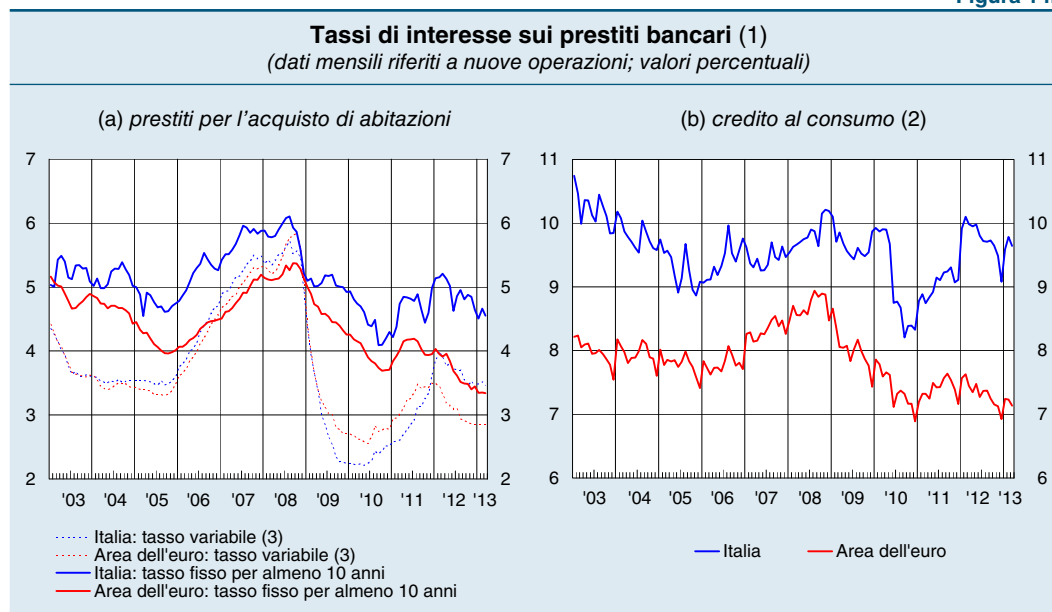
Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2013 sono provvisori. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. –

(3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

I tassi di interesse sui mutui. – Dopo il considerevole aumento registrato nel 2011, lo scorso anno i tassi di interesse sui nuovi contratti di mutuo sono diminuiti, senza però tornare ai livelli della fine del 2010. Il calo è stato più marcato per i mutui a tasso fisso per almeno 10 anni (dal 5,0 per cento di dicembre del 2011 al 4,6 per cento) rispetto ai nuovi contratti a tasso variabile (dal 3,6 al 3,4 per cento). Nell'area dell'euro la riduzione dei tassi di interesse sui nuovi prestiti è stata più accentuata di quella osservata in Italia per entrambi i tipi di mutuo; il divario si è pertanto ampliato (fig. 14.3.a).

Figura 14.3



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). Dal giugno 2010 i tassi di interesse relativi alle carte di credito non sono più inclusi. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

In Italia la riduzione è stata inferiore a quella dei tassi di riferimento (IRS ed Euribor) per effetto di un aumento degli spread, in particolare sui nuovi mutui concessi a tasso variabile. L'aumento dei margini riflette un calo più contenuto del costo della raccolta bancaria rispetto a quello dei tassi di riferimento, le persistenti difficoltà di provvista a lungo termine e la percezione da parte degli intermediari di una maggiore rischiosità della clientela.

Nel 2012 è diminuita la quota di mutui per l'acquisto di abitazioni erogati a tasso variabile, scesa al 72,4 per cento dal 77,3 del 2011. La flessione è in parte attribuibile al più elevato aumento dei margini su questo tipo di contratto, doppia rispetto a quella dei mutui a tasso fisso. Il differenziale tra tasso fisso e tasso variabile si è ridotto nel corso dell'anno fino a raggiungere un valore inferiore a un punto percentuale nel mese di giugno, per poi riprendere ad ampliarsi.

Il credito al consumo. – Nel 2012 la variazione del credito al consumo è stata negativa sia per le banche sia per le società finanziarie. Nel complesso in dicembre la contrazione è stata dell'1,2 per cento; la tendenza si è attenuata nel primo trimestre del 2013 (-0,7 per cento; tav. 14.3). È proseguita la forte riduzione dei prestiti finalizzati, in linea con il negativo andamento della spesa per beni durevoli, in particolare per i mezzi di trasporto (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). I prestiti senza finalità specifica concessi dalle società finanziarie hanno continuato a crescere, mentre quelli bancari sono diminuiti dalla seconda metà dell'anno principalmente per la riduzione dei prestiti personali.

Secondo elaborazioni sul sistema di informazioni creditizie della Centrale rischi finanziari (Crif), che rappresenta l'intero mercato dei prestiti personali e finalizzati (con esclusione delle operazioni contro cessione del quinto e delle carte di credito rateali), nel 2012 il rapporto fra erogazioni e domande di credito al consumo si è mantenuto sui livelli osservati negli anni precedenti, poco sopra il 65 per cento. L'importo medio delle erogazioni ha continuato a ridursi, a un valore prossimo a 6.000 euro; la quota di contratti di ammontare inferiore a 1.000 euro ha superato il 33 per cento (18,5 nel 2007). Nell'anno è ulteriormente cresciuta la quota di contratti di credito al consumo conclusi con persone al massimo di 35 anni (22,7 per cento; 15,9 del 2007), per cui l'importo medio del credito si è ridotto in misura maggiore, mentre ha continuato a scendere la quota dei contratti con persone di età superiore ai 56 anni (26,4 per cento; 32,6 nel 2007).

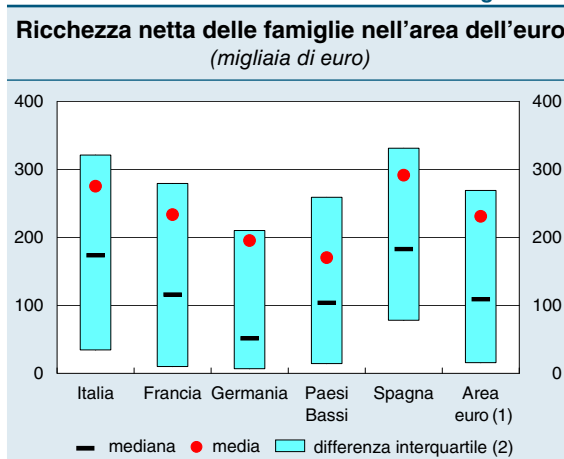
I tassi di interesse sul credito al consumo. – I tassi di interesse bancari sulle nuove operazioni di credito al consumo (TAEG) sono aumentati fino al 10,0 per cento a maggio del 2012, per poi ridiscendere in dicembre al livello della fine del 2011, pari al 9,1 per cento. Nei primi mesi del 2013 il costo del credito al consumo ha registrato una nuova tendenza all'aumento (fig. 14.3.b). Il differenziale con l'area dell'euro, dove il tasso sul credito al consumo nell'anno è lievemente diminuito (al 6,9 per cento dal 7,2 di dicembre del 2011), ha raggiunto i 2,5 punti percentuali nel marzo 2013, rimanendo su valori storicamente elevati. Vi contribuiscono sia la maggiore ricorrenza in Italia di arretrati di pagamento brevi, che incidono sui costi di recupero del credito, sia le inefficienze della giustizia civile, che si ripercuotono sui costi del contenzioso giudiziario.

La ricchezza e il debito delle famiglie nel confronto con i paesi dell'area dell'euro

Sulla base della prima indagine armonizzata sui bilanci delle famiglie dell'area dell'euro (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS), nel 2010 la ricchezza netta media per famiglia in Italia era pari a 275.000 euro, un valore inferiore a quello registrato in Spagna (291.000), poco più alto di quello francese (233.000), e superiore a quelli tedesco (195.000) e olandese (170.000; fig. 14.4). La disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza netta è in Italia minore che in Francia, Germania e nel complesso dell'area dell'euro; è maggiore rispetto alla Spagna e ai Paesi Bassi.

Diversi fattori influenzano le evidenze relative all'ammontare della ricchezza nei paesi considerati. L'elevato valore di quella italiana dipende anche dalla maggiore numerosità media dei nuclei familiari. In termini pro capite i divari si riducono fortemente: dal 18 al 5 per cento con la Francia, dal 41 al 15 con la Germania; quello con la Spagna si annulla. Sui divari fra paesi incide anche la diversa composizione della ricchezza lorda: in Italia la quota rappresentata da attività finanziarie era pari nel 2010 al 10 per cento, più bassa di quella registrata per la media dell'area dell'euro (17 per cento) e di quella tedesca (21 per cento). La

Figura 14.4



Fonte: *Household Finance and Consumption Survey*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche* e l'omonima voce del *Glossario*.
(1) L'area dell'euro comprende 15 paesi; Estonia e Irlanda non hanno partecipato alla prima indagine. – (2) Indica la distanza tra il 25° e il 75° percentile.

sottostima del valore dichiarato, che usualmente si riscontra per le attività finanziarie, può generare una valutazione per difetto della ricchezza complessiva tanto maggiore quanto più elevato è il peso della componente finanziaria. Inoltre, le caratteristiche illiquote dell'investimento in abitazioni ne accrescono il rischio. In Italia tale rischio è più marcato, a causa della più ampia incidenza della ricchezza reale su quella complessiva, soprattutto nelle condizioni di debolezza che caratterizzano attualmente il mercato immobiliare.

Tra le attività finanziarie lo strumento più diffuso in tutti i paesi considerati era il deposito, detenuto dal 96 per cento delle famiglie nell'area dell'euro. In Italia risultava molto elevata anche la percentuale di possessori di titoli di Stato e di altre obbligazioni, pari al 15 per cento delle famiglie, valore superiore di tre volte a quelli della Germania e dell'area dell'euro e dieci volte più alto di quelli di Spagna e Francia. La quota di famiglie italiane detentrici di azioni e fondi comuni era invece circa la metà del dato medio dell'area.

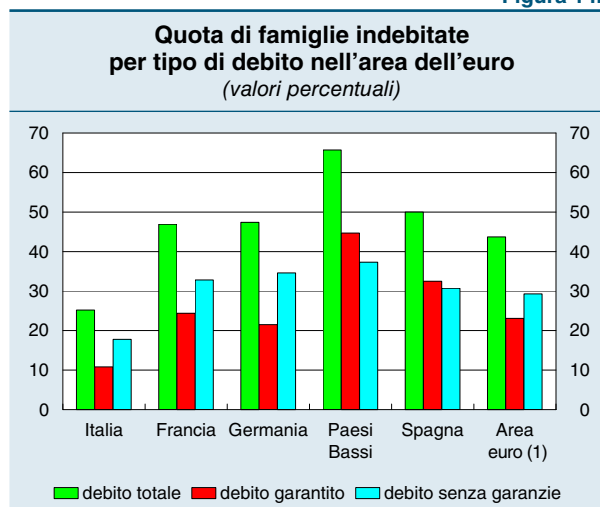
Nonostante l'alta percentuale in Italia di famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza, e il suo elevato valore medio, l'indebitamento è contenuto nel confronto internazionale, sia per la minore diffusione del debito, sia per il basso valore delle passività per famiglia (fig. 14.5).

Nel 2010 la percentuale di famiglie con una qualsiasi forma di debito era pari al 44 per cento nell'area dell'euro: il 23 per cento aveva un debito garantito da un immobile, prevalentemente l'abitazione principale, e il 30 per cento un debito non assistito da garanzie reali. Le famiglie italiane presentavano la più bassa diffusione del possesso sia di un qualsiasi debito (25 per cento) sia di quello non garantito (18 per cento); anche la percentuale di mutuatari era tra le più contenute dell'area (11 per cento), pur in presenza di una quota di proprietari di casa tra le più alte. Tra i paesi considerati, un'elevata diffusione dei mutui si riscontrava in Spagna (32 per cento delle famiglie) e nei Paesi Bassi (45), dove si rilevava anche la maggiore percentuale di famiglie con debiti non garantiti (37). Il valore mediano del debito totale delle famiglie indebitate era pari a 21.000 euro nell'area dell'euro; in Italia risultava di 15.000 euro, poco superiore a quello della Germania (13.000) e inferiore a quello della Francia (18.000) e, in particolare, della Spagna (36.000) e dei Paesi Bassi (89.000).

La vulnerabilità delle famiglie indebitate

Nel 2012 l'onere per il servizio del debito delle famiglie si è ridotto in conseguenza sia della diminuzione della consistenza del debito sia del calo dei tassi di interesse (0,5 punti per il tasso medio sui debiti in essere). Vi hanno contribuito anche la diffusione di contratti flessibili, che consentono di modificare l'importo della rata senza costi addizionali, e un aumento del ricorso alla moratoria concordata tra l'ABI e le associazioni dei consumatori. In base a simulazioni sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF), si stima che la quota di debito detenuta dalle famiglie vulnerabili, de-

Figura 14.5



Fonte: Household Finance and Consumption Survey; cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche e l'omonima voce del Glossario.
(1) L'area dell'euro comprende 15 paesi: Estonia e Irlanda non hanno partecipato alla prima indagine.

finite come quelle che hanno un reddito inferiore a quello mediano e un servizio del debito superiore del 30 per cento al reddito, sia stata nel 2012 di poco superiore al 16 per cento, un dato analogo a quello del 2010.

La diffusione di forme contrattuali flessibili e di coperture assicurative ha contribuito a mitigare la vulnerabilità delle famiglie indebitate. Nel 2012 la quota di mutui che consentono di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi aggiuntivi è aumentata al 18 per cento delle erogazioni e a più di un decimo dei mutui in essere. Un terzo dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni concessi nel 2012 nonché il 13 per cento dei mutui in essere sono inoltre assistiti da una polizza assicurativa.

Nel marzo 2013 è terminata la moratoria concordata tra l'ABI e le associazioni dei consumatori per la sospensione per almeno un anno del pagamento delle rate dei mutuatari in difficoltà, in vigore dall'inizio del 2010. Nel complesso ne hanno beneficiato 96.000 famiglie (un quarto dei mutuatari con reddito basso e alto servizio del debito); si stima che due terzi di queste abbiano ripreso a pagare le rate regolarmente dopo la moratoria. Dal 27 aprile è operativo il fondo di solidarietà per la sospensione del pagamento dei mutui sulla prima casa. Il provvedimento prevede, diversamente dalla moratoria, l'onere a carico del fondo di una quota degli interessi (legata al tasso di riferimento) dovuti per il periodo della sospensione. Con l'attuale dotazione di 20 milioni di euro, il fondo potrebbe consentire di sospendere mutui a circa 10.000 famiglie, pari al numero di mutuatari che hanno usufruito della moratoria solo nei primi tre mesi del 2013. La stima del numero di beneficiari è ottenuta ipotizzando un valore del debito residuo pari a 115.000 euro e un'uguale ripartizione tra mutui a tasso fisso e a tasso variabile.

I dati dell'HFCS evidenziano che in Italia le famiglie indebitate, per ragioni familiari o professionali, sono caratterizzate da indicatori di sostenibilità del debito migliori rispetto a quelli della media dell'area dell'euro.

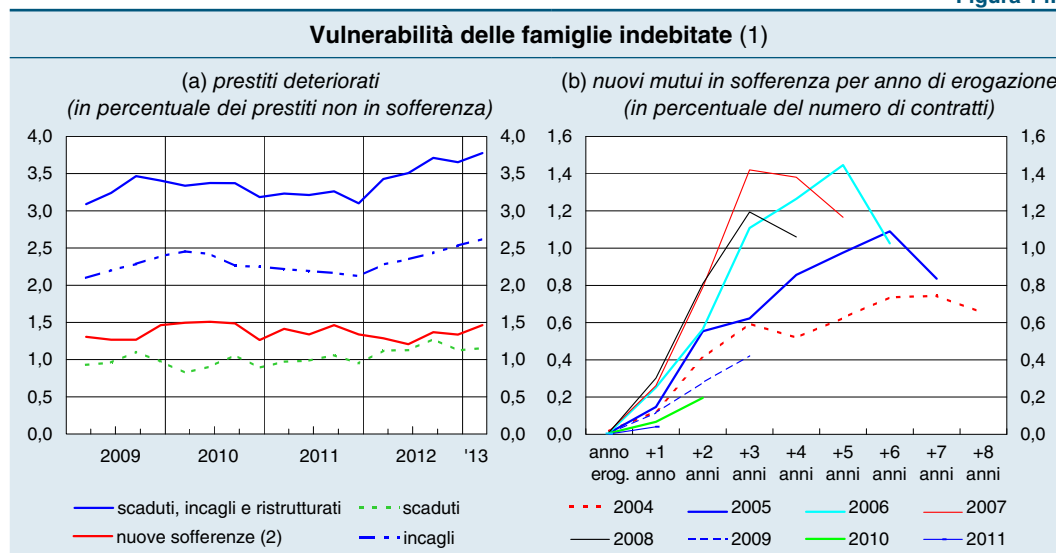
Nel 2010 la mediana del rapporto tra debito e attività totali era dell'11,7 per cento in Italia, contro il 21,8 per cento nell'area; la mediana del rapporto tra debito e reddito (al lordo delle imposte) risultava pari al 50,3 per cento (62,0 nell'area). L'incidenza del servizio del debito sul reddito lordo era pari al 13,2 per cento per la famiglia mediana indebitata (13,9 nell'area dell'euro).

Gli indicatori di rischiosità del credito delle famiglie hanno registrato un lieve peggioramento. La quota dei prestiti scaduti da oltre 90 giorni e quella dei finanziamenti in situazione di temporanea difficoltà (incagli) sono aumentate, raggiungendo rispettivamente l'1,2 e il 2,6 per cento dei prestiti non in sofferenza nel primo trimestre del 2013 (0,9 e 2,1 per cento alla fine del 2011; fig. 14.6.a); l'incremento è stato più forte per il credito al consumo e per gli altri prestiti diversi dai mutui per l'acquisto di abitazioni. Il flusso annuo di nuove sofferenze rettificata in rapporto ai prestiti vivi, che segnava un calo nei primi mesi del 2012, è successivamente aumentato, raggiungendo l'1,5 per cento nel marzo 2013. Nel complesso, il ritmo con cui i prestiti alle famiglie sono transitati verso classi di maggiore rischio, al netto dei miglioramenti, ha registrato solo un contenuto aumento (2,5 punti da 2,4 nel 2011). La selettività delle banche nella concessione dei mutui si è riflessa in un tasso di ingresso in sofferenza dei mutui accordati nel periodo 2009-2011 nettamente più basso rispetto a quello dei periodi precedenti (fig. 14.6.b).

Nel 2012 è stata introdotta una legge sulla gestione delle crisi da sovraindebitamento del consumatore e dell'imprenditore non assoggettabile a procedura fallimentare (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali). La legge qualifica come sovraindebitamento una situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente. È prevista la possibilità per i consumatori sovraindebitati di scegliere tra due procedure alternative di ristrutturazione del debito o di liquidazione del patrimonio. Secondo nostre stime basate sui dati dell'IBF, nel 2010 si trovava in questa condizione una quota compresa tra lo 0,6 e l'1,3 per cento delle famiglie totali. I mutui assistiti da garanzia ipotecaria possono essere inclusi nella procedura e non essere soddisfatti

integralmente a condizione che la banca recuperi un importo minimo pari al valore di mercato dell'abitazione. Dato il basso loan to value dei mutui in Italia, il creditore potrà recuperare un ammontare superiore rispetto a quello attualmente consentito dalle procedure esecutive immobiliari (in media l'80 per cento del mutuo in essere in un periodo di tempo poco superiore ai tre anni) se le procedure di vendita dell'immobile saranno rapide ed efficienti. Fin quando l'applicazione del provvedimento non sarà stata pienamente valutata, permarrà incertezza in merito ai tempi e all'ammontare recuperabile del prestito, che potrebbe rendere le banche ancora più selettive nel definire le condizioni di offerta dei mutui, soprattutto nei confronti della clientela il cui rischio di credito è più elevato. Un altro aspetto critico della legge riguarda il piano di ristrutturazione avviato dal consumatore per il quale non è previsto il consenso dei creditori.

Figura 14.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza per i prestiti scaduti e ristrutturati e per gli incagli; Centrale dei rischi, *Rilevazione analitica sui tassi di interesse* per i nuovi mutui in sofferenza per anno di erogazione.

(1) Famiglie consumatrici. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione *Note metodologiche*. – (2) Dati trimestrali depurati dalla componente stagionale. Flusso di sofferenze rettificato in percentuale dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, espresso su base annua.

LE IMPRESE

La redditività e il saldo finanziario

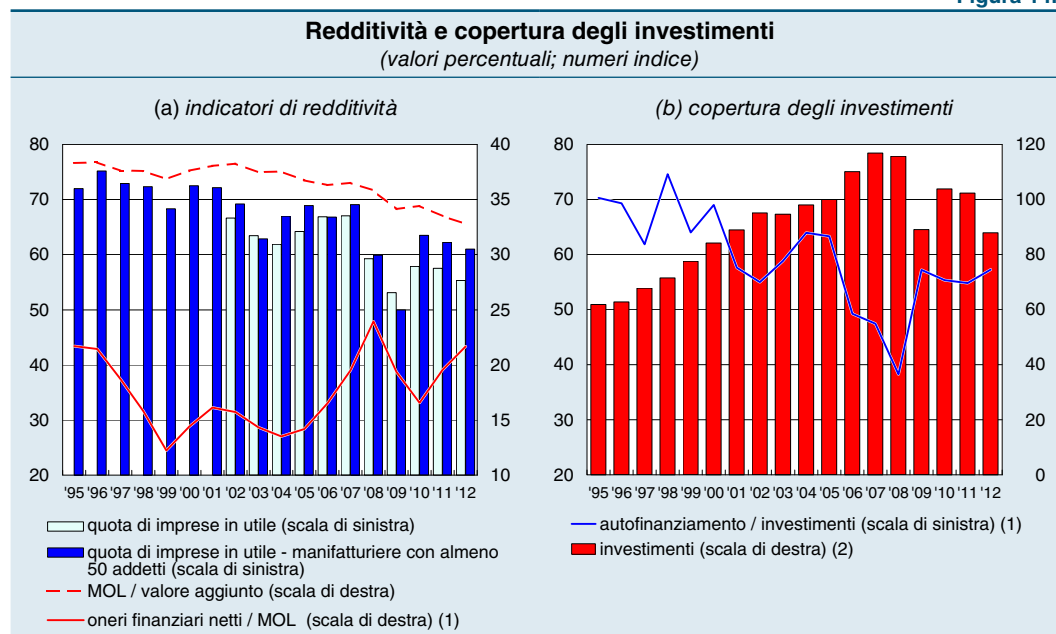
La recessione iniziata nel 2011 ha comportato un netto peggioramento della redditività delle imprese. Sulla base dei conti nazionali, nel 2012 il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie è risultato inferiore del 12 per cento rispetto al 2008, raggiungendo un nuovo minimo in rapporto al valore aggiunto (fig. 14.7.a). La redditività ha risentito anche dell'accresciuta incidenza degli oneri finanziari netti, connessa con l'incremento del costo del debito.

Secondo l'indagine Invind sulle imprese industriali e dei servizi non finanziari con almeno 20 addetti, la quota di aziende che hanno riportato utili nel 2012 si è ridotta al 55 per cento. Rispetto al periodo precedente la crisi, la quota è più bassa di circa 12 punti percentuali; il calo è stato più marcato per le imprese con meno di 50 addetti, per quelle localizzate nel Mezzogiorno e per quelle non esportatrici.

Il lieve miglioramento della capacità delle imprese di sostenere l'accumulazione di capitale con risorse finanziarie interne è dipeso dal forte calo degli investimenti (fig. 14.7.b). L'apporto di risorse da altri settori si è ridotto, come segnalato dalla diminu-

zione del disavanzo finanziario, allo 0,5 per cento del PIL (cfr. fig. 14.1). Alla contrazione di quest'ultimo ha contribuito l'aumento di circa 13 miliardi delle attività liquide, soprattutto dei depositi bancari (tav. 14.4). Le forti incertezze sulle prospettive di domanda possono avere indotto le imprese, in particolare quelle di maggiore dimensione, a rinviare i propri piani di investimento e a detenere risorse liquide utili in fase di ripresa, soprattutto qualora dovessero perdurare i vincoli all'accesso a fonti finanziarie esterne.

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, 1995-2012. - (2) Indici 2005=100.

L'indebitamento e la struttura finanziaria

Nel 2012 i debiti finanziari delle imprese si sono ridotti di 9 miliardi; il calo è stato marcato soprattutto per i prestiti bancari e per quelli a medio e a lungo termine (tav. 14.4). Dopo il forte incremento osservato prima della crisi, il rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto si è stabilizzato poco sotto il 190 per cento (fig. 14.8). Il leverage, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto ai valori di mercato, si è leggermente ridotto, al 48,0 per cento; l'indicatore rimane su livelli elevati rispetto al passato principalmente per la riduzione del valore di mercato del patrimonio. Benché nel confronto internazionale le imprese italiane abbiano un debito contenuto rispetto al PIL, la loro struttura finanziaria è resa fragile da una più bassa capitalizzazione (tav. 14.5). Nel complesso, le differenze rispetto agli altri paesi sono rimaste piuttosto stabili dall'inizio della crisi.

I divari internazionali nella struttura finanziaria delle imprese sono influenzati sia dalle caratteristiche operative delle società sia da fattori istituzionali dei paesi di residenza. Analisi econometriche basate sui bilanci delle aziende europee presenti nell'archivio Amadeus (Analyse Major Databases from European Sources) mostrano che, tenendo conto delle caratteristiche di impresa, il leverage è maggiore nei paesi con le aliquote legali di tassazione dei redditi più elevate, un risultato connesso con la deducibilità degli

interessi passivi; si stima che un aumento dell'aliquota di due punti percentuali si associ a un incremento del leverage di un punto percentuale. Ulteriori caratteristiche istituzionali che contribuiscono a spiegare la presenza di una maggiore leva finanziaria sono il minore sviluppo dei mercati azionari e la più ampia tutela che l'ordinamento assicura ai creditori.

Tavola 14.4

Attività e passività finanziarie delle imprese (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2012	Composizione percentuale		2011	2012
		2011	2012		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	234.708	14,2	15,2	-5.872	7.478
Altri depositi	29.488	1,3	1,9	2.238	8.653
Titoli a breve termine	633	0,1	0,0	430	-638
Titoli a medio e a lungo termine	59.471	3,8	3,9	-27.058	-10.036
di cui: <i>pubblici italiani</i>	39.434	2,3	2,6	-7.516	-3.150
<i>di imprese italiane</i>	2.276	0,1	0,1	-9.267	203
<i>di soggetti esteri</i>	12.957	1,0	0,8	-1.691	-4.337
Azioni e altre partecipazioni	480.180	31,4	31,1	38.164	-16.414
di cui: <i>estere</i>	261.451	14,8	17,0	18.234	20.691
Quote di fondi comuni	7.494	0,4	0,5	-8	84
Crediti commerciali	612.070	41,4	39,7	40.527	-48.040
Crediti finanziari (2)	59.380	3,8	3,9	-9.234	-431
Altre attività finanziarie (3)	58.175	3,7	3,8	1.552	-797
Totale attività	1.541.599	100,0	100,0	40.737	-60.142
di cui: <i>sull'estero</i>	423.262	24,9	27,5	17.611	19.977
PASSIVITÀ					
Totale debiti finanziari	1.300.510	38,0	38,1	8.985	-8.702
di cui: <i>sull'estero</i>	148.184	3,8	4,3	-4.169	13.586
Debiti a breve termine (4)	399.575	11,8	11,7	6.859	-5.768
di cui: <i>verso banche italiane</i>	331.087	9,9	9,7	11.512	-8.548
Debiti a medio e a lungo termine (5)	783.294	23,6	23,0	2.295	-16.510
di cui: <i>verso banche italiane</i>	533.583	16,3	15,6	11.488	-14.311
Titoli	117.641	2,6	3,4	-169	13.576
Azioni e altre partecipazioni	1.408.312	40,1	41,3	20.935	3.310
di cui: <i>detenute all'estero</i>	256.564	6,8	7,5	22.076	11.421
Debiti commerciali	528.478	16,8	15,5	32.726	-47.701
Altre passività finanziarie (6)	173.989	5,1	5,1	2.466	647
Totale passività	3.411.290	100,0	100,0	65.113	-52.445
di cui: <i>sull'estero</i>	442.904	11,7	13,0	19.822	25.499
SALDO	-1.869.691			-24.376	-7.696

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Crediti a breve termine sull'estero e crediti infragruppo. – (3) Riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (5) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti concessi dalle società di leasing e i debiti infragruppo. – (6) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

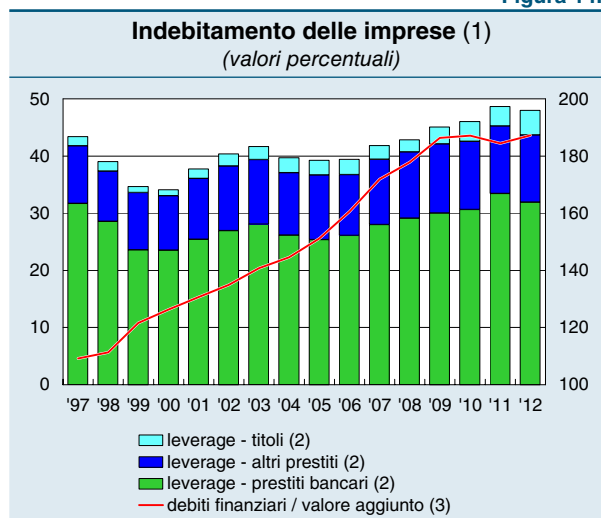
La struttura finanziaria delle imprese italiane si caratterizza per un'incidenza dei debiti bancari (66 per cento nel 2012) superiore a quella dell'area dell'euro e dei paesi anglosassoni (rispettivamente 50 e 30 per cento circa). Durante la crisi la dipendenza dal credito bancario, particolarmente elevata tra le piccole e medie imprese, ha amplificato i problemi di rifinanziamento connessi con il deterioramento dei bilanci degli intermediari e l'irrigidimento delle politiche di offerta dei prestiti.

Le obbligazioni. – In presenza di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito, nel 2012 si è verificata una forte ripresa delle emissioni obbligazionarie. Secondo i dati Dealogic, le emissioni lorde sul mercato interno e su quello internazionale sono state pari a 33 miliardi, un valore elevato rispetto al passato (fig. 14.9), che si è tuttavia associata a una tendenziale riduzione della durata dei titoli. Il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari resta comunque inferiore al 10 per cento, un livello contenuto nel confronto internazionale.

L'emissione di obbligazioni rappresenta una fonte di finanziamento alternativa al credito bancario utilizzata da poche grandi imprese che hanno accesso diretto al mercato dei capitali. Tra il 2007 e il 2012 solo 29 gruppi industriali italiani hanno emesso titoli; nello stesso periodo queste società hanno ridotto il proprio indebitamento bancario di circa il 40 per cento, mentre il credito è cresciuto in misura rilevante per altre grandi società non emittenti.

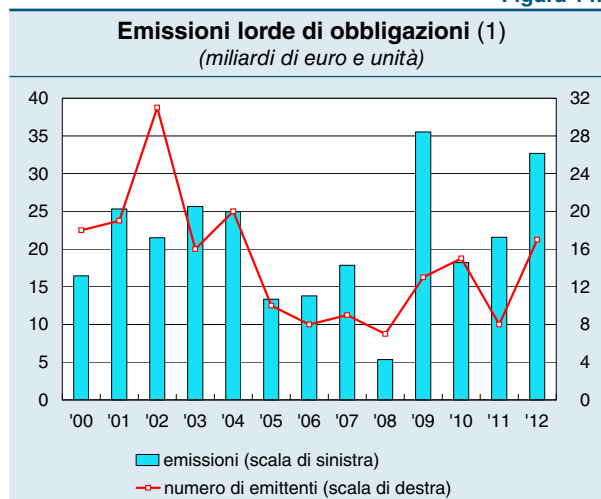
Con l'obiettivo di favorire l'accesso diretto al mercato dei capitali da parte di imprese non quotate, anche di piccola dimensione, il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, ha innovato la disciplina dell'emissione di titoli di debito (cambiali finanziarie e obbligazioni). Il trattamento fiscale delle emissioni è stato equiparato a quello riservato ai titoli delle società quotate, sia con riferimento al limite di deducibilità degli interessi passivi sia per l'esenzione dall'applicazione della ritenuta del 20 per cento sui proventi. Per beneficiare di tali incentivi si richiede che i titoli emessi circolino esclusivamente tra investitori qualificati, che l'ultimo bilancio dell'emittente sia stato oggetto di revisione contabile e che l'emissione da parte di imprese non grandi sia assistita da intermediari (cosiddetti sponsor) tenuti a segnalare periodicamente un rating dell'emittente. L'utilizzo di questi strumenti è stato finora piuttosto limitato.

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.

Figura 14.9



Fonte: Dealogic.
 (1) Emissioni pubbliche e collocamenti privati di obbligazioni di gruppi italiani sul mercato interno e su quello internazionale.

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
	Obbliga- zioni e altri titoli	Prestiti	Azioni e altre partecipa- zioni	Debiti commerciali e altre passività (2)	Passività / PIL	Debiti finanziari / PIL	Quota di debiti bancari (3)	Leverage (4)	
Italia									
2007	2,0	31,8	46,9	19,3	2,32	0,78	66,9	41,8	1,09
2011	2,6	35,3	40,1	21,9	2,17	0,82	68,7	48,6	1,01
2012	3,4	34,7	41,3	20,6	2,18	0,83	66,5	48,0	0,98
Francia									
2007	3,7	20,1	64,3	11,8	3,95	0,94	40,1	27,0	2,71
2011	6,2	23,8	55,1	14,9	3,47	1,04	39,3	35,2	2,40
2012	6,7	22,5	56,5	14,3	3,72	1,09	37,0	34,1	2,56
Germania									
2007	2,5	28,1	47,0	22,5	1,96	0,60	53,7	39,4	1,31
2011	2,5	31,1	41,3	25,0	1,72	0,58	53,2	44,9	1,19
2012	2,7	29,1	44,0	24,2	1,81	0,58	52,7	42,0	1,27
Spagna									
2007	0,3	34,0	48,6	17,1	3,84	1,32	64,5	41,4	2,28
2011	0,4	42,1	42,3	15,2	3,26	1,39	56,9	50,2	1,96
2012	0,5	40,0	45,2	14,3	3,23	1,31	51,5	47,3	1,94
Area dell'euro									
2007	2,5	28,7	54,2	14,7	2,95	0,92	53,0	36,5	1,83
2011	3,5	32,9	47,7	15,8	2,71	0,99	50,8	43,3	1,74
2012	3,9	31,4	49,6	15,1	2,81	0,99	50,0	41,5	1,83
Regno Unito									
2007	9,4	29,1	56,8	4,8	2,72	1,05	36,5	40,4	1,36
2011	11,6	29,8	53,1	5,5	2,59	1,07	31,1	43,8	1,43
2012	12,0	27,5	55,5	5,1	2,74	1,08	28,5	41,6	1,40
Stati Uniti (5)									
2007	9,7	15,6	57,8	16,9	3,04	0,77	37,7	30,4	1,22
2011	14,0	14,8	53,4	17,8	2,71	0,78	30,7	35,1	1,22
2012	14,6	14,2	55,0	16,2	2,78	0,80	29,8	34,4	1,23

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); BCE (per l'area dell'euro e per i debiti bancari dei paesi dell'area); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Includono le riserve tecniche di assicurazione, i fondi pensione e gli strumenti derivati. – (3) Quota percentuale 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). – (4) Rapporto percentuale tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (5) Dati riferiti al settore *nonfinancial business*.

Il credito

Quantità e tassi di interesse. – Nel 2012 il credito alle imprese si è ridotto per la seconda volta dall'inizio della crisi finanziaria; la tendenza è proseguita nei primi mesi dell'anno in corso (tav. 14.6). I prestiti bancari, comprensivi delle sofferenze e dei pronti contro termine, sono diminuiti del 2,5 per cento nei dodici mesi terminanti a marzo del 2013. La contrazione è stata maggiore per le piccole imprese (fig. 14.10) e nel comparto manifatturiero. Contrariamente a quanto osservato in passato, la dinamica negativa del credito ha riguardato, seppure con minore intensità, anche imprese in condizioni finanziarie più equilibrate (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, 2013).

Tavola 14.6

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Composizione percentuale
	2009	2010	2011	2012	marzo 2013	marzo 2013
Banche						
Branche di attività economica (2)						
Industria manifatturiera	-5,5	-0,1	1,9	-7,4	-7,3	20,8
Costruzioni	3,2	2,2	0,4	-2,7	-3,0	16,0
Servizi	-2,4	0,5	3,2	-4,8	-4,6	43,4
Altro	4,4	8,9	9,5	0,2	-0,4	8,0
Forme tecniche						
Anticipi e conti correnti	-15,7	1,3	2,8	-1,6	-2,4	25,5
Mutui	7,1	6,2	2,1	-2,6	-2,7	41,3
Altri prestiti	3,6	-3,2	2,6	-7,7	-3,1	21,4
Totale	-1,7	2,5	2,5	-2,2	-2,5	88,2
Società finanziarie						
Leasing	-1,4	2,3	1,8	-2,6	-3,0	8,3
Factoring	-14,7	4,6	15,3	4,0	1,8	2,9
Altri finanziamenti	-10,1	17,9	-9,6	-11,7	-11,0	0,6
Totale	-5,2	4,3	4,2	-1,5	-2,3	11,8
Banche e società finanziarie						
Totale	-2,1	2,7	2,7	-2,1	-2,5	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici; quelli di marzo 2013 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. –
(2) Dati tratti dalla Centrale dei rischi.

Sulla base dei bilanci delle società di capitale presenti nell'archivio Cerved e dei dati della Centrale dei rischi, nel 2012 la riduzione del credito ha interessato il 61 per cento delle imprese, una quota superiore di quattro punti percentuali rispetto al 2011 e di oltre dieci rispetto al periodo immediatamente precedente la crisi. I risultati di analisi econometriche relative agli ultimi sei anni indicano che la probabilità di un calo del credito è stata più elevata nel 2009 e nel 2012. In questi due anni, la contrazione è stata più frequente, a parità di altre caratteristiche di impresa, tra le aziende di piccola e media dimensione e tra quelle contraddistinte da maggiori vulnerabilità dei bilanci.

I prestiti erogati dalle società finanziarie hanno mostrato un andamento simile al credito bancario (-2,3 per cento a marzo del 2013). Fanno eccezione le anticipazioni concesse dalle società di factoring, cresciute dell'1,8 per cento. Il loro aumento riflette principalmente la minore rischiosità di questa forma tecnica, utilizzata in prevalenza

da grandi imprese nella gestione dei crediti vantati verso la propria clientela.

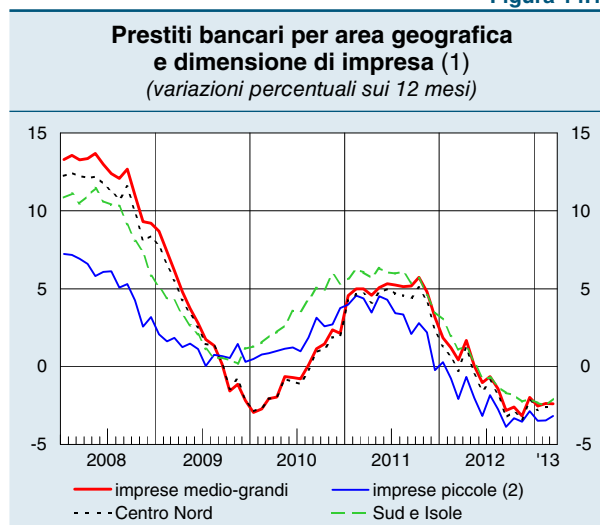
Anche se in lieve calo, nella media del 2012 i tassi bancari sono risultati più elevati rispetto al precedente biennio. La crisi del debito sovrano si è riflessa in un notevole ampliamento del divario rispetto alla media dell'area: il differenziale relativo ai tassi applicati ai prestiti di nuova erogazione, negativo fino alla metà del 2011, è salito a 97 punti base a dicembre del 2012, per poi collocarsi a 90 punti nel marzo scorso (fig. 14.11.a).

Nel 2012 l'aumento del costo medio del credito sulle operazioni a breve termine, comprensivo di spese e commissioni, è stato maggiore per le imprese con meno di 20 addetti. Rispetto al 2008 il differenziale con le aziende medio-grandi si è ampliato in tutti i settori di attività economica, in particolare nella manifattura; è stato più contenuto nell'edilizia, in cui le imprese di maggiore dimensione presentano condizioni di finanziamento notevolmente più onerose rispetto agli altri comparti (fig. 14.11.b).

Domanda e offerta di credito. – La riduzione dei prestiti bancari nel 2012 è dovuta a fattori sia di domanda, connessi con il calo degli investimenti, sia di offerta, derivanti dall'adozione di politiche creditizie restrittive da parte degli intermediari. L'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Euro-sistema (*Bank Lending Survey*) ha confermato la persistenza di politiche di concessione dei finanziamenti molto selettive, attribuibili in larga parte all'incertezza della situazione economica generale e all'elevata rischiosità di specifici settori e imprese (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). L'indagine Invind segnala che nel 2012 la quota di imprese che hanno dichiarato di non avere ottenuto in tutto o in parte il credito richiesto ha superato il 12 per cento, il valore più elevato dell'ultimo decennio; si tratta di oltre un terzo di quelle che hanno effettivamente domandato nuovi finanziamenti. È risultata in lieve crescita rispetto all'anno precedente anche l'incidenza delle imprese che hanno ricevuto richieste di rimborso anticipato dai propri finanziatori (10 per cento). Le difficoltà di accesso al credito risultano generalizzate tra i settori di attività, le classi dimensionali e le aree geografiche. Le aziende hanno reagito al deterioramento delle condizioni di indebitamento soprattutto attraverso la riduzione dei costi operativi e, in misura più contenuta, degli investimenti programmati.

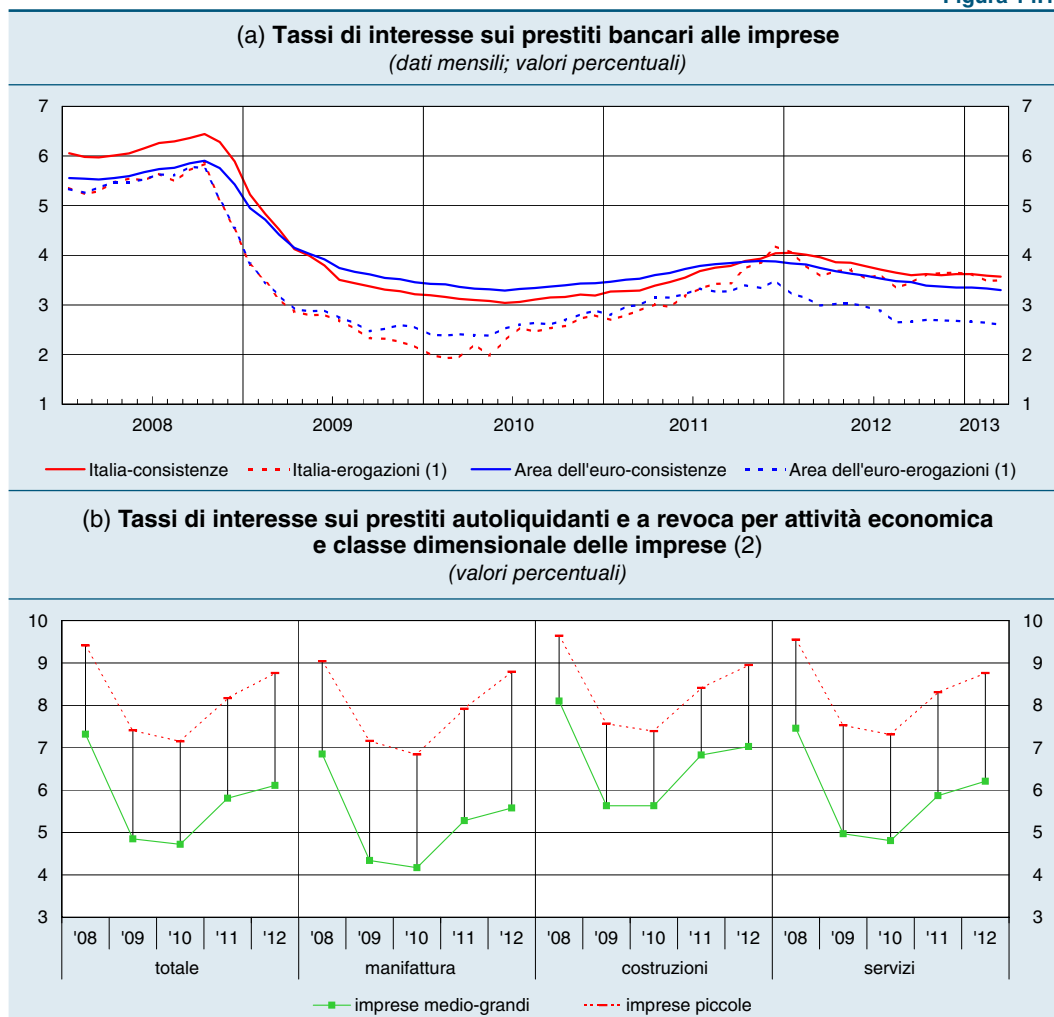
Negli ultimi anni le maggiori esigenze di copertura del rischio di credito da parte degli intermediari si sono riflesse nell'incremento dell'incidenza dei prestiti assistiti da garanzia; i dati della Centrale dei rischi mostrano che tale quota è passata dal 63,5 per cento nel 2007 al 67,6 nel 2012. Stime economiche indicano che, a parità di settore di attività economica e area geografica, la crescita dei prestiti garantiti è stata più elevata per le piccole imprese e per le banche di minore dimensione.

Figura 14.10



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto delle cartolarizzazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.



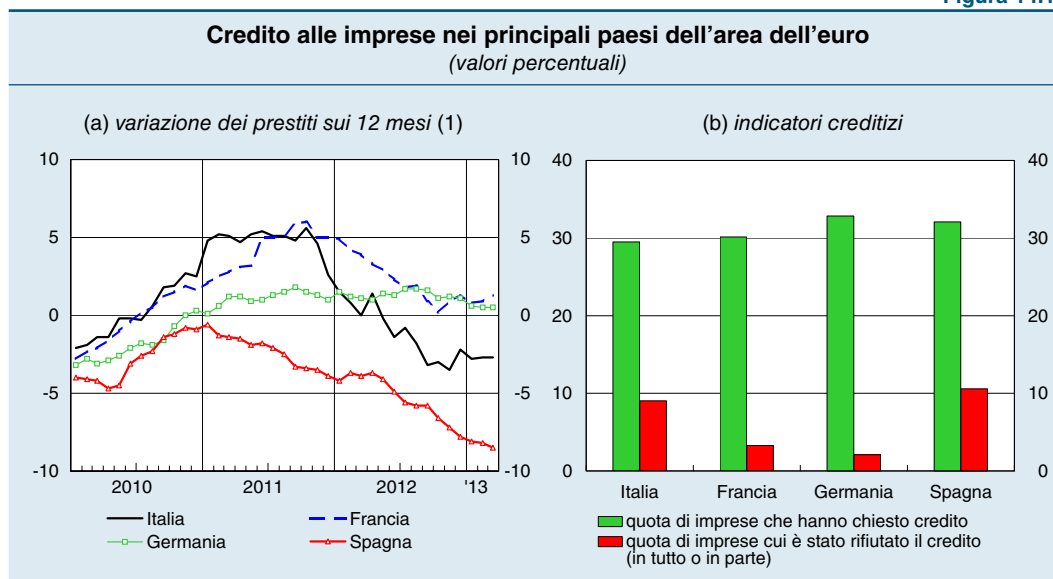
Fonte: segnalazioni statistiche armonizzate del SEBC e Banca d'Italia, Rilevazione analitica dei tassi di interesse; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Nuove operazioni. Sono esclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) I tassi sono comprensivi di commissioni e spese. I prestiti autoliquidanti includono, tra gli altri, gli anticipi per operazioni di factoring, su fatture e su effetti e documenti rappresentativi di crediti commerciali; quelli a revoca comprendono principalmente le aperture di credito in conto corrente. Il totale include anche i settori dell'agricoltura, dell'estrazione di minerali e della fornitura di acqua ed energia. Per la definizione delle classi dimensionali, cfr. la fig. 14.10.

Un confronto con i principali paesi dell'area. – Nel 2012 i prestiti bancari hanno continuato a espandersi, benché a tassi contenuti, sia in Francia sia in Germania. In Spagna la contrazione del credito è stata molto forte, raggiungendo nel marzo scorso l'8,5 per cento su base annua (fig. 14.12.a).

L'indagine qualitativa condotta dalla Banca centrale europea presso le imprese conferma la presenza di una notevole eterogeneità nelle condizioni di accesso al credito nei diversi paesi. Nei sei mesi terminanti a marzo 2013 la percentuale di imprese razionate è risultata più elevata in Spagna e in Italia rispetto alla Francia e, soprattutto, alla Germania, dove è stata maggiore la quota di aziende che hanno chiesto credito (fig. 14.12.b). In questi ultimi due paesi le imprese segnalano in media un miglioramento delle condizioni di tasso applicate ai prestiti, al contrario di quanto si osserva in Spagna e in Italia; per tutti i paesi considerati emerge, benché con intensità diverse, un aumento delle garanzie richieste dalle banche.

Figura 14.12

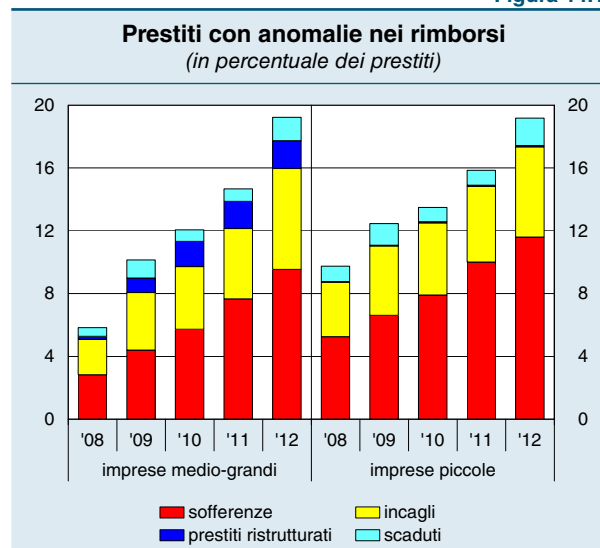


Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti

Le condizioni finanziarie delle imprese sono divenute più fragili: nel 2012 il rapporto tra oneri finanziari e MOL, un indicatore comunemente utilizzato per valutare la capacità di rimborso dei debiti, è salito dal 19,6 al 21,7 per cento, ritornando su valori elevati rispetto al passato (cfr. fig. 14.7). Sulla base di recenti previsioni delle principali variabili macroeconomiche, dell'andamento del debito bancario e del suo costo, si stima che nel 2013 questo rapporto tenderebbe a ridursi.

Il deterioramento delle condizioni finanziarie si è riflesso in un forte aumento dei prestiti bancari che presentano anomalie nei rimborsi. Alla fine del 2012 la loro incidenza sul totale dei prestiti è salita al 19,2 per cento, un valore tre volte superiore a quello del 2008; l'aumento è stato maggiore per le imprese di media e grande dimensione (fig. 14.13) e per quelle delle costruzioni. Il peggioramento è proseguito nel primo trimestre del 2013, quando il flus-

Figura 14.13



so annualizzato di nuove sofferenze rettificata ha raggiunto il 4,5 per cento dei prestiti vivi all'inizio del periodo, il livello più elevato degli ultimi anni.

Le difficoltà di rimborso dei creditori sono lievemente cresciute anche nelle transazioni commerciali. Sulla base dei dati Invind, nel 2012 le dilazioni di pagamento relative alle vendite effettuate in Italia e non saldate entro 15 giorni dalla consegna sono salite a 84 giorni, da 82 nell'anno precedente; la quota di crediti pagati in ritardo rispetto alle scadenze contrattuali è stata del 28 per cento e la durata dei ritardi ha raggiunto i 43 giorni (rispettivamente 27 per cento e 40 giorni nel 2011).

Il capitale di rischio

Nel 2012 l'incremento del patrimonio netto delle imprese è stato pari a 3 miliardi (21 nel 2011; cfr. tav. 14.4). La raccolta di capitale di rischio da parte di società quotate mediante emissione di nuove azioni è scesa al valore minimo dell'ultimo decennio (poco più di 400 milioni); sono state realizzate solo cinque operazioni di nuova quotazione, ancora concentrate nei segmenti di borsa dedicati alle piccole e medie imprese.

I dati diffusi dall'Aifi indicano che nel 2012 gli investimenti in capitale di rischio delle società di private equity e venture capital, pari a poco più di 3,2 miliardi, sono scesi del 10 per cento rispetto all'anno precedente, confermandosi inferiori ai livelli osservati nel triennio 2006-08. Le operazioni nei confronti di grandi imprese, realizzate in prevalenza nel segmento del leveraged buy-out, hanno assorbito circa il 60 per cento delle risorse. Gli investimenti diretti alle imprese nelle fasi iniziali di attività (*early stage*) sono aumentati a 135 milioni, un livello elevato rispetto al passato ancorché molto contenuto nel confronto internazionale: l'incidenza sul PIL degli investimenti del settore è pari a un terzo rispetto a Francia e Germania e poco oltre un decimo rispetto agli Stati Uniti. La ridotta dimensione di questo segmento del mercato finanziario frena l'attività innovativa delle imprese (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione*).

La prima indagine sul mercato italiano dell'early stage, condotta congiuntamente dall'Italian Business Angel Network (IBAN) e dal Venture Capital Monitor (VeM), ha rilevato l'esistenza di modalità operative differenziate tra le società di venture capital e gli investitori informali nel capitale di rischio (business angels). Questi ultimi si caratterizzano per valori medi di investimento per operazione notevolmente inferiori (circa 150.000 euro, rispetto agli 800.000 degli investitori istituzionali), per l'acquisizione di quote di minoranza più contenute e per la maggiore propensione a intervenire sin dalla fase di avvio dell'impresa (operazioni di seed capital).

Le principali iniziative di sostegno

Misure in favore dell'accesso al credito e della liquidità. – Accanto ai provvedimenti adottati dalla BCE per contrastare le difficoltà di raccolta delle banche e prevenire una contrazione ancora più intensa del finanziamento all'economia (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*), negli ultimi anni sono state adottate a livello nazionale numerose iniziative per mitigare le difficoltà di accesso al credito delle imprese e sostenerne le esigenze di liquidità. Al rinnovo o al potenziamento di misure già sperimentate si sono affiancati di recente nuovi interventi.

Il Fondo centrale di garanzia, attivo da più di un decennio, ha rappresentato negli ultimi anni il principale strumento di agevolazione dell'accesso al credito delle piccole e medie imprese: tra il 2009 e il 2012 ha concesso garanzie per oltre 16 miliardi, attivando quasi 31 miliardi di finanziamenti. All'espansione dell'operatività hanno contribuito l'incremento della dotazione, l'ampliamento della platea delle imprese beneficiarie e l'intervento della garanzia di ultima istanza dello Stato, che consente alle banche di azzerare l'assorbimento di patrimonio sulla quota di prestito coperta dal Fondo.

Nel 2009 e nel 2012 l'ABI, il Governo e le associazioni di categoria delle imprese hanno sottoscritto due intese per la sospensione dei pagamenti della quota capitale di mutui e leasing contratti da piccole e medie imprese con buone prospettive economiche e prive di gravi anomalie nella restituzione dei finanziamenti. Fino a marzo del 2013 sono state accolte oltre 310.000 domande per un valore complessivo di debiti residui superiore a 92 miliardi; la quota capitale sospesa risulta di poco inferiore a 19 miliardi. Secondo l'indagine condotta dalle sedi regionali della Banca d'Italia, considerando le posizioni debitorie beneficiarie della sospensione tra il 2009 e il 2012, il 54 per cento dei finanziamenti con rate in arretrato all'avvio della moratoria è tornato a essere rimborsato regolarmente.

Dal 2009 la Cassa depositi e prestiti (CDP) utilizza le risorse provenienti dalla raccolta postale per il sostegno finanziario a medio e a lungo termine delle piccole e medie imprese, fornendo al sistema bancario provvista vincolata a tale scopo a tassi di interesse contenuti. Dopo l'esaurimento del primo plafond da 8 miliardi, di cui hanno beneficiato 53.000 aziende, nel 2012 la CDP ha reso disponibili ulteriori 10 miliardi, di cui poco meno di 2 sono stati erogati fino ad aprile 2013.

Secondo recenti stime, le risorse finanziarie affluite alle piccole e medie imprese tra il 2009 e il 2012 grazie alle moratorie e agli interventi della CDP e del Fondo centrale di garanzia raggiungerebbero almeno il 3 per cento delle erogazioni lorde, diverse dai conti correnti, effettuate dalle banche nello stesso periodo.

Nel 2012 sono stati adottati vari provvedimenti tesi a ridurre il debito accumulato dalle Amministrazioni pubbliche nei confronti delle imprese. Nel complesso, le risorse affluite alle aziende a seguito di tali misure sono state esigue. Nell'aprile 2013 è stato varato un nuovo provvedimento che dispone il pagamento di debiti, prevalentemente di natura commerciale, per 40 miliardi nel biennio 2013-14. Si stima che la misura potrebbe avere effetti sulla crescita compresi tra cinque e sette decimi di punto di PIL nei due anni (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico dello sblocco dei debiti delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 72, 2013). In prospettiva, il rispetto dei termini di regolamento delle transazioni commerciali fissati dalla direttiva europea sui ritardi di pagamento, in vigore dallo scorso gennaio, potrà evitare ulteriori inasprimenti dei vincoli finanziari fronteggiati dalle imprese.

Secondo uno studio comparato dell'OCSE sul finanziamento delle piccole e medie imprese, in quasi tutti i 25 paesi inclusi nell'analisi l'estensione dei programmi pubblici di garanzia dei prestiti ha rappresentato lo strumento privilegiato per attenuare le tensioni generate dalla crisi.

Tra il 2008 e il 2009 il volume dei prestiti garantiti dal governo è aumentato in misura consistente in Francia (64 per cento), per poi diminuire nei due anni successivi, confermandosi comunque a livelli superiori rispetto al 2007. Negli Stati Uniti, dopo una riduzione delle risorse nel biennio 2008-09, i prestiti assistiti da garanzia statale sono aumentati fortemente nel biennio successivo in seguito agli interventi del governo federale.

Interventi per la capitalizzazione. – Per stimolare l'aumento della patrimonializzazione delle imprese, il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, ha introdotto una deduzione dal reddito imponibile del rendimento figurativo dei nuovi apporti di capitale secondo il modello dell'*allowance for corporate equity* (ACE). La misura mira a riequilibrare almeno in parte il trattamento fiscale del finanziamento con capitale di rischio rispetto all'indebitamento.

Il Fondo italiano di investimento, promosso dal Ministero dell'Economia e delle finanze in collaborazione con le principali istituzioni finanziarie e imprenditoriali nazionali e operativo dal novembre 2010, ha l'obiettivo di favorire la patrimonializzazione e i processi di aggregazione di aziende in fase di sviluppo con fatturato compreso tra 10 e 250 milioni. Provvisto di una dotazione di 1,2 miliardi, fino ad aprile 2013 il Fondo ha deliberato impieghi per complessivi 660 milioni destinati, per 310 milioni, all'acquisizione diretta di partecipazioni di minoranza nel capitale delle imprese e, per 350 milioni, all'attività indiretta di intervento in altri fondi di private equity.

Gli investimenti diretti del Fondo si sono indirizzati soprattutto verso aziende di dimensioni medio-grandi: oltre la metà dell'ammontare investito fino ad aprile 2013 è stata assorbita da società con fatturato superiore a 50 milioni. Le imprese partecipate, localizzate in prevalenza nelle regioni settentrionali, si caratterizzano per l'adozione di strategie di internazionalizzazione e per una struttura di governance fortemente incentrata sulla famiglia proprietaria.

Nel 2011 è stato costituito il Fondo Strategico Italiano, di cui la CDP è azionista di riferimento, al fine di acquisire partecipazioni, generalmente di minoranza, in imprese con significative prospettive di redditività e sviluppo, considerate di rilevante interesse nazionale. Fino ad aprile 2013 il Fondo, che attualmente dispone di 4,4 miliardi, ha sottoscritto impegni per circa 1,5 miliardi in cinque società.

15. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI E LE LORO INFRASTRUTTURE

Dopo le fortissime tensioni dell'anno precedente, nei primi mesi del 2012 le condizioni sui mercati finanziari italiani divenivano più distese, grazie anche alle misure di sostegno della liquidità adottate dal Consiglio direttivo della Banca centrale europea e all'azione di politica economica avviata dal Governo dalla seconda metà del 2011. Le preoccupazioni per l'elevato volume di titoli di Stato in scadenza in quel periodo si attenuavano gradualmente. Dalla fine di marzo, tuttavia, i timori degli investitori circa la solidità del sistema bancario spagnolo, la situazione politica in Grecia e le prospettive di crescita in Europa inducevano un peggioramento sui mercati dell'area dell'euro, particolarmente accentuato in Italia. Tra gli analisti finanziari e la stampa si diffondevano timori di reversibilità dell'Unione monetaria. Soprattutto a causa di queste preoccupazioni, alla fine di luglio il differenziale di interesse a dieci anni dell'Italia con la Germania sfiorava i massimi del novembre 2011; i corsi delle azioni bancarie scendevano ai valori minimi dal 1999.

Le condizioni sui mercati finanziari sono migliorate gradualmente dall'estate, dopo l'annuncio da parte della BCE del nuovo programma di operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT) che ha fugato i dubbi circa la tenuta dell'Unione monetaria. Nei mesi successivi i rendimenti dei titoli di Stato italiani si sono ridotti significativamente, grazie al calo dei premi per il rischio; la liquidità del mercato secondario è migliorata; gli acquisti di titoli di Stato da parte dei non residenti, che mostravano segnali di ripresa già dalla primavera, si sono intensificati.

Le emissioni di obbligazioni delle banche italiane da collocare sul mercato hanno avuto nell'arco del 2012 un andamento discontinuo, risentendo delle tensioni sui mercati del debito sovrano dell'area; da settembre il normalizzarsi delle condizioni finanziarie ha reso possibile una ripresa dell'attività di collocamento fino a febbraio del 2013, quando ha subito una nuova battuta d'arresto. Sono invece aumentate le emissioni da parte di società non finanziarie, favorite dal calo del costo del finanziamento nella seconda parte dell'anno.

I corsi azionari sono risaliti, sia pure in misura inferiore a quella osservata nel resto dell'area. Le quotazioni delle azioni bancarie sono rimaste nel complesso invariate: il marcato apprezzamento dalla fine di luglio ha solo compensato il forte calo dei mesi precedenti.

Tra febbraio e marzo di quest'anno le incertezze legate all'esito delle elezioni politiche italiane e le modalità di gestione della crisi bancaria a Cipro hanno determinato nuove tensioni anche sui mercati finanziari del nostro paese, che tuttavia hanno avuto un impatto sui titoli di Stato italiani di entità limitata e temporanea. Ne hanno risentito in misura più accentuata le banche, i cui corsi azionari hanno registrato forti perdite, poi recuperate solo in parte, e le cui emissioni obbligazionarie all'ingrosso si sono rarefatte. Dal mese di aprile le condizioni dei mercati si sono distese significativamente.

Il mercato monetario

Sul mercato dei depositi monetari non garantiti e-MID gli scambi sono diminuiti nel 2012 e nel primo quadrimestre di quest'anno (fig. 15.1), anche a seguito dell'abbondante liquidità disponibile dopo la seconda operazione di rifinanziamento a tre anni condotta dalla BCE alla fine di febbraio del 2012: da marzo dello scorso anno i volumi medi giornalieri sono stati costantemente inferiori a 3 miliardi di euro, a fronte di una media di 4,7 nel 2011. La flessione delle transazioni interbancarie non assistite da garanzie ha interessato anche l'attività over-the-counter (OTC), stimata sulla base delle informazioni fornite dal sistema TARGET2-Banca

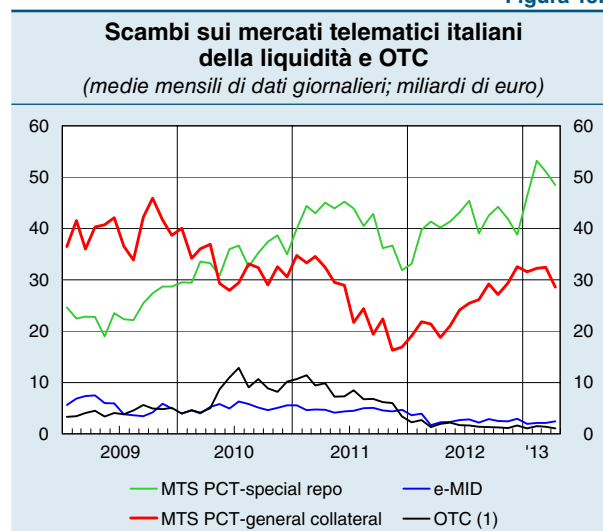
d'Italia. La preferenza per forme di scambio garantito ha determinato una decisa crescita del segmento general collateral dell'MTS pronti contro termine (MTS PCT): nei primi quattro mesi del 2013 i volumi medi giornalieri sono stati pari a 31 miliardi di euro, superiori ai due anni precedenti. Negli ultimi mesi si è inoltre registrata una leggera ripresa degli scambi anche sul segmento collateralizzato New MIC dell'e-MID.

Nonostante la recente introduzione della possibilità di ammettere alle negoziazioni altre tipologie di intermediari (assicurazioni, SGR, Sicav e fondi pensione), oltre a banche, SIM e Imel, il numero degli aderenti all'e-MID è ulteriormente diminuito (133 a marzo scorso, da 142 un anno prima); la riduzione ha interessato sia gli operatori italiani sia quelli esteri, che rappresentano circa un terzo degli aderenti al mercato. Anche la quota degli intermediari attivi si è ulteriormente ridotta, mentre la concentrazione degli scambi (misurata dalla quota dei contratti negoziati dai primi dieci operatori) è rimasta stabile al 55 per cento. Sia gli scambi non collateralizzati sia quelli pronti contro termine continuano a essere quasi esclusivamente concentrati sulle scadenze a un giorno.

Nello scorso anno l'ampia liquidità e l'attenuazione delle tensioni sui titoli di Stato italiani hanno favorito il riallineamento del costo della raccolta ai livelli prevalenti nel resto dell'area dell'euro: il differenziale tra il tasso di interesse overnight negoziato sulla piattaforma italiana e il benchmark europeo sulla stessa scadenza (il tasso Eonia), che aveva raggiunto un picco, del tutto anomalo, di quasi 120 punti base a dicembre del 2011, è stato nullo o negativo nel periodo di riferimento; nel segmento collateralizzato, il divario tra il tasso dell'MTS PCT sulla scadenza più liquida (tomorrow-next) e il corrispondente tasso di riferimento europeo (Eurepo) si è gradualmente ridotto ed è rimasto su livelli contenuti anche nei primi mesi dell'anno in corso.

Sul mercato MTS PCT l'esposizione netta a breve termine delle banche italiane nei confronti dell'estero, strutturalmente debitoria, è diminuita di 37 miliardi nella seconda metà del 2012, a 57 miliardi. Tale tendenza, riconducibile all'impiego di temporanei eccessi di fondi da parte degli intermediari italiani di maggiori dimensioni, ha subito una battuta d'arresto a marzo di quest'anno, in seguito al riemergere di difficoltà nella raccolta all'ingrosso dei principali intermediari residenti in connessione con la crisi bancaria a Cipro.

Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e TARGET2-Banca d'Italia. (1) Stime basate sulle informazioni del sistema TARGET2-Banca d'Italia; scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana effettuati tra banche italiane appartenenti a gruppi diversi.

Il mercato dei titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2012 le emissioni nette di titoli pubblici (46 miliardi) sono rimaste pressoché invariate rispetto all'anno precedente, riflettendo la sostanziale stabilità del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche. Alla fine dell'anno la consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL era pari al 105,6 per cento (101,7 nel 2011); il totale del debito pubblico rispetto al PIL si attestava al 127,0 per cento (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). A seguito delle elevate scadenze, le emissioni lorde complessive nell'anno sono state ingenti (481 miliardi, di cui 241 relative ai BOT; 441 e 206, rispettivamente, nel 2011).

I timori sorti nella seconda metà del 2011 circa l'elevato volume di titoli di Stato italiani in scadenza nei primi mesi del 2012 si sono gradualmente attenuati, grazie anche al miglioramento del clima di fiducia degli investitori e alla sospensione del sistema di tesoreria unica mista, che ha agevolato la gestione della liquidità del Tesoro e reso più flessibile la raccolta sui mercati. Nel 2012 le nuove emissioni di titoli di Stato necessarie a far fronte all'ingente volume di rimborsi e al finanziamento del fabbisogno hanno continuato a essere effettuate con regolarità dal Tesoro, anche quando le tensioni sui mercati sono tornate ad acuirsi in primavera. Il rapporto tra le quantità richieste e quelle offerte in asta (cover ratio) è rimasto ben superiore all'unità per tutto il 2012 (pari in media a 1,4 per i BTP decennali); si è mantenuto elevato anche dall'inizio di quest'anno.

La vita media residua dei titoli di Stato è rimasta elevata, pur riducendosi di cinque mesi (era di sei anni e cinque mesi alla fine del 2012). La durata finanziaria media è tuttavia aumentata di sei mesi (raggiungendo i cinque anni), sia per il forte calo dei tassi di interesse sia per la riduzione della quota di titoli a tasso variabile (CCT) in circolazione. A fronte di un incremento delle emissioni nette di BOT (19 miliardi, da 2 nel 2011), il Tesoro ha ridotto il ricorso a tutte le altre tipologie di titoli: i collocamenti netti di BTP sono scesi (63 miliardi, da 70 nel 2011) e i rimborsi netti di CCT, CTZ e Prestiti della Repubblica sono aumentati (22, 9 e 5 miliardi, rispettivamente, da 14, 7 e 4 nel 2011). Nel comparto dei BTP le emissioni nette si sono ridotte su tutte le scadenze (di 7 miliardi per i titoli decennali, in particolare) tranne che su quella a cinque anni (dove i collocamenti netti sono saliti di 2 miliardi). A fronte di rimborsi netti di BTP indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro (2 miliardi, contro collocamenti netti per 13 miliardi nel 2011), sono state effettuate ingenti emissioni di BTP Italia indicizzati ai prezzi al consumo italiani (27 miliardi).

Nelle quattro emissioni effettuate tra marzo del 2012 e aprile del 2013, il Tesoro ha complessivamente collocato oltre 44 miliardi di BTP Italia; l'ultima emissione è stata interrotta dopo due giorni, invece dei quattro previsti, per l'elevata domanda (pari a circa 17 miliardi). Si stima che la percentuale di ordini effettuati tramite l'home banking sia stata sempre compresa tra il 20 e il 30 per cento e in tendenziale crescita. Nell'ultimo collocamento la quota di ordini dall'estero sarebbe aumentata fino al 12 per cento.

Nel 2012 le banche italiane hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli pubblici (100 miliardi), concentrati nei BTP, BOT e CTZ (65, 18 e 11 miliardi, rispettivamente). Gli investimenti netti degli istituti di assicurazione si sono ridotti, ma sono rimasti elevati (17 miliardi, di cui 14 nei BTP). Fondi comuni e altri investitori residenti (prevalentemente famiglie) hanno invece realizzato vendite nette (5 e 24 miliardi, rispettivamente).

Sulla base dell'esperienza passata, vi sarebbero ancora ampi margini di incremento degli acquisti di titoli di Stato italiani da parte degli investitori residenti; l'incidenza dei titoli di Stato sulle loro attività finanziarie, nonostante i consistenti acquisti effettuati nel 2012, alla fine dell'anno è aumentata in misura modesta (all'8,5 per cento, dal 7,0 nel 2011) e rimane di circa un quarto più bassa di quella media del 1999 (11,6 per cento), primo anno dell'adozione dell'euro. Per le banche, in particolare, la quota di titoli di Stato italiani sul totale delle loro attività finanziarie è salita all'8,5 per cento (5,6 nel 2011); anche tale valore è assai inferiore a quello medio del 1999 (13,0 per cento).

La quota di titoli pubblici detenuti da investitori esteri è fortemente diminuita: era pari al 40 per cento alla fine del 2012, in calo di 5 punti percentuali rispetto a un anno prima e di 11 da giugno del 2011. Tuttavia, la riduzione iniziata nell'estate del 2011 con l'estendersi al nostro paese delle tensioni legate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro si è interrotta in maggio, con il ritorno degli investimenti netti dall'estero. Nel 2012 i non residenti hanno complessivamente effettuato disinvestimenti netti per 50 miliardi di euro, concentrati tra febbraio e aprile; da maggio alla fine dell'anno il saldo complessivo tra acquisti e vendite è tornato positivo per 8 miliardi.

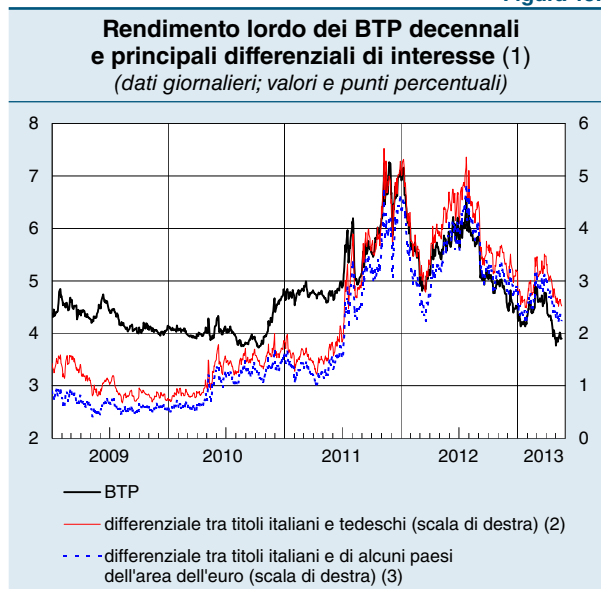
Tenendo conto anche dei titoli di Stato italiani detenuti da gestioni patrimoniali e fondi comuni con sede all'estero ma riconducibili a risparmiatori italiani, alla fine del 2012 la quota di titoli pubblici italiani che fa capo a investitori esteri era pari al 33 per cento, in calo di cinque punti percentuali rispetto a un anno prima.

Nel complesso dei primi tre mesi dell'anno in corso gli investimenti netti dall'estero in titoli pubblici italiani sono stati molto elevati (26 miliardi, sulla base di dati preliminari), soprattutto nel segmento a medio e a lungo termine.

I tassi di interesse. – Nel 2012 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani hanno segnato ampie oscillazioni, legate all'evoluzione della fiducia degli operatori circa la solidità dei conti pubblici in alcuni paesi dell'area e la tenuta della stessa Unione monetaria. Nell'arco dell'anno i rendimenti dei titoli italiani hanno complessivamente avuto un calo marcato; sulla durata a dieci anni sono scesi dal 7,1 al 4,5 per cento; alla fine della seconda decade di maggio di quest'anno erano diminuiti ancora, al 3,9 per cento (fig. 15.2).

Le ampie oscillazioni dei rendimenti sono ascrivibili ai movimenti dei premi per il rischio, approssimati dai differenziali di interesse con la Germania. Lo spread tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente Bund tedesco, che aveva raggiunto un massimo a novembre del 2011, si riduceva nei primi mesi dell'anno scorso, beneficiando delle misure di sostegno alla

Figura 15.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(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 2011 avevano merito di credito AAA da parte di almeno due delle principali agenzie di rating (Austria, Finlandia, Francia, Germania e Paesi Bassi).

liquidità adottate dalla BCE e delle incisive misure di consolidamento dei conti pubblici adottate in Italia dall'estate del 2011. In primavera, tuttavia, le tensioni tornavano a riaffacciarsi, soprattutto a causa del manifestarsi di difficoltà tra le banche spagnole. Tra gli analisti finanziari e la stampa si diffondeva il timore di una possibile reversibilità dell'Unione monetaria. Verso la fine di luglio lo spread a dieci anni dell'Italia con la Germania raggiungeva i 5,4 punti percentuali, un valore inferiore solo al picco di novembre del 2011.

I livelli raggiunti dai differenziali di interesse dell'Italia con la Germania dopo l'estate del 2011 non sono giustificati dalle pur molto diverse condizioni dei conti pubblici e dell'economia nei due paesi. Secondo nostre analisi, peraltro confermate da quelle di numerose altre istituzioni private e internazionali, a giugno del 2012 il livello dello spread sovrano coerente con l'andamento delle grandezze nazionali di finanza pubblica, macroeconomiche e finanziarie era stimabile, sulla base di diversi modelli, in circa 200 punti base sulla scadenza decennale, contro un valore di mercato che invece aveva raggiunto i 450 punti base; scostamenti analoghi si riscontravano anche sulle altre scadenze e per gli altri paesi dell'area dell'euro colpiti dalle tensioni. Il livello raggiunto dagli spread sovrani risulta ben più elevato di quello giustificato dai fondamentali economici nazionali anche se si tiene conto della possibilità che, in seguito alla crisi del debito pubblico greco, gli investitori siano divenuti maggiormente sensibili alle condizioni macroeconomiche e di bilancio dei singoli paesi dell'area. Le analisi econometriche evidenziano che i rendimenti risultano più elevati del previsto per i paesi più deboli e, allo stesso tempo, troppo bassi per i paesi più solidi.

Il persistente e ampio scarto degli spread sovrani dai valori che sarebbero giustificati dai fondamentali nazionali può essere riconducibile all'emergere di un nuovo fattore di rischio sistemico, costituito dal timore di reversibilità dell'euro. Tale ipotesi è avvalorata da riscontri di natura sia qualitativa sia quantitativa (cfr. il riquadro: Gli spread sovrani e il rischio di reversibilità dell'euro, in Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 4, 2012). Tra i primi figurano sondaggi condotti presso gli operatori, notizie preparative da parte delle banche a una fuoriuscita di un paese dall'Unione monetaria, nonché il forte aumento, dall'estate del 2011, delle ricerche su internet di parole chiave legate alla fine dell'euro. Indicatori quantitativi sono ricavati dai prezzi delle attività finanziarie: da marzo del 2012, ad esempio, i tassi di interesse sui titoli di Stato del Belgio, che in precedenza avevano avuto un andamento simile a quello dei tassi italiani e spagnoli, si sono avvicinati ai tassi francesi e tedeschi, delineando un raggruppamento di paesi lungo linee economico-geografiche simile a quello osservato prima dell'introduzione dell'euro.

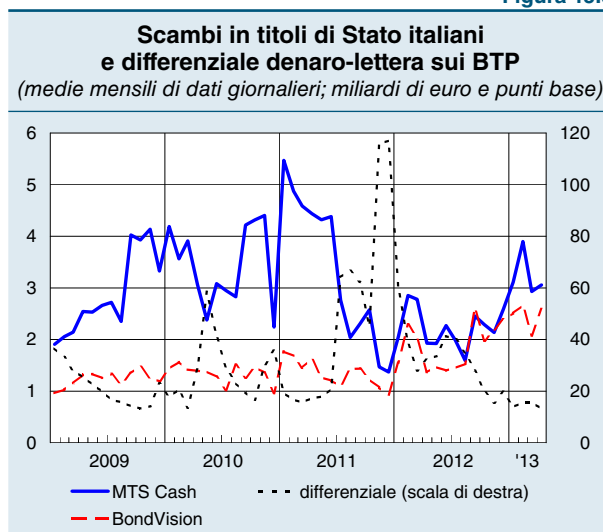
Per dissipare i timori di reversibilità dell'euro il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato all'inizio di agosto le OMT (cfr. il cap. 7: *La politica monetaria comune*). Le condizioni dei mercati finanziari sono gradualmente migliorate; alla fine del 2012 lo spread italiano a dieci anni era tornato a 3,2 punti percentuali, in calo di 2,1 punti percentuali rispetto a un anno prima.

La riduzione dei differenziali sui titoli di Stato italiani è proseguita anche nelle prime settimane di quest'anno, fino a toccare un minimo di 2,5 punti percentuali verso la fine di gennaio. Tra febbraio e marzo si sono avute nuove tensioni sui mercati finanziari del nostro paese – legate all'esito delle elezioni politiche e alle modalità di gestione della crisi bancaria a Cipro (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*) – che si sono però dimostrate limitate e temporanee. Nella valutazione di molti operatori, nelle settimane successive alle elezioni gli effetti della maggiore incertezza politica in Italia sarebbero stati attenuati dalla consapevolezza dei progressi compiuti nell'ultimo anno, in particolare nel raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica e dell'elevato avanzo primario.

Successivamente, il diradarsi dell'incertezza politica e l'accentuarsi dell'orientamento fortemente espansivo delle politiche monetarie internazionali, in particolare in Giappone, che potrebbe aver indotto gli operatori a una ricerca di rendimenti più elevati, hanno determinato un nuovo miglioramento delle condizioni su tutti i mercati finanziari che si è trasmesso anche a quelli italiani. Alla fine della seconda decade di maggio lo spread italiano era tornato a 2,5 punti percentuali.

Il mercato secondario dei titoli di Stato. – Le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei titoli di Stato italiani MTS Cash sono gradualmente migliorate, beneficiando dell'allentamento delle tensioni dalla fine di luglio dello scorso anno. Le quantità proposte dai *market makers* sono tornate sui livelli della primavera del 2011 (prima che le tensioni si estendessero al debito sovrano italiano) e i volumi giornalieri scambiati sono cresciuti, raggiungendo nei primi quattro mesi dell'anno in corso livelli medi prossimi a quelli del 2011 (fig. 15.3). Il miglioramento del clima di fiducia si è riflesso anche nell'andamento del differenziale denaro-lettera quotato sui BTP, che si è ridotto di 47 punti base tra l'inizio del 2012 e aprile del 2013 (a 13 punti base).

Figura 15.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

La composizione degli scambi per tipologia di titoli non ha subito variazioni di rilievo: la quota delle transazioni in BOT è cresciuta per il secondo anno consecutivo (dal 26 al 31 per cento) e quella relativa ai BTP è tornata ad aumentare (dal 47 al 51 per cento), in linea con la ripresa delle nuove emissioni a più lungo termine. È invece diminuita l'incidenza dei CCT (dall'11 al 6 per cento), dei CTZ (dal 9 all'8 per cento) e dei BTP indicizzati (dal 6 al 4 per cento). È cresciuta la presenza degli operatori esteri, che rappresentano quasi il 60 per cento degli aderenti all'MTS, mentre si è ridotta la quota degli scambi a essi riconducibile (dall'84 al 78 per cento). Le due controparti centrali Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA continuano a gestire la quasi totalità degli scambi (97 per cento).

Nel 2012 l'attività nel mercato special repo dell'MTS PCT è rimasta stabile sugli elevati livelli dell'anno precedente (41 miliardi di euro in media giornaliera); gli scambi sono successivamente aumentati, fino a raggiungere un massimo storico di 53 miliardi medi giornalieri a febbraio del 2013. Vi avrebbe contribuito l'applicazione dal 1° novembre 2012 del nuovo regolamento europeo sulle vendite allo scoperto che, imponendo restrizioni su quelle effettuate in assenza della disponibilità dei titoli (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, 2013), avrebbe spinto gli operatori a procurarsi i titoli sul mercato. Le transazioni special repo continuano a rappresentare la quota prevalente del comparto pronti contro termine (poco meno dei due terzi).

L'attenuarsi delle tensioni sul debito pubblico italiano e il miglioramento delle condizioni di liquidità sul mercato a pronti hanno favorito la rapida riduzione della specialness. Questo indicatore, definito come la differenza media tra i tassi di interesse general collateral e special repo, misura il costo relativo delle operazioni di prestito in titoli; esso risente sia delle tensioni su titoli specifici che possono sorgere anche a seguito di pressioni speculative sia dell'andamento dei tassi monetari, che nel periodo in esame si sono mantenuti su livelli storicamente molto bassi.

Gli scambi sono rimasti elevati anche in BondVision, il mercato rivolto agli operatori istituzionali e alle banche di minore dimensione: proseguendo la tendenza emersa con l'avvio della crisi, il divario nei volumi rispetto al mercato interdealer MTS Cash si è notevolmente ridotto fino ad annullarsi temporaneamente nell'estate 2012, quando le ten-

sioni sono tornate elevate. Nel complesso dell'anno, gli scambi medi giornalieri in titoli di Stato italiani sul mercato BondVision sono aumentati del 37 per cento, a 1,9 miliardi di euro; sono cresciuti ulteriormente nei primi quattro mesi del 2013, a 2,5 miliardi.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni. – Nel 2012 le società italiane hanno effettuato emissioni obbligazionarie nette per 91 miliardi di euro (tav. 15.1). La maggior parte dei collocamenti è stata realizzata dalle banche (83 miliardi, contro 66 nel 2011), mentre le altre società finanziarie hanno continuato a registrare rimborsi netti. Le società non finanziarie sono tornate a effettuare emissioni nette positive.

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
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2012
Banche	-11.800	66.330	83.153	807.045	873.618	956.739	61
Altre società finanziarie	-36.458	-4.328	-6.132	243.398	239.125	233.022	15
Società non finanziarie	12.373	-100	13.576	89.874	90.018	103.615	7
Totale	-35.885	61.902	90.597	1.140.317	1.202.761	1.293.376	83
<i>Per memoria:</i>							
Mercato internazionale (3)	17.800	25.404	-43.663	621.619	647.674	603.978	39

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non quelli della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Elaborazioni su dati BRI. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni collocate in paesi diversi da quello dell'emittente. I dati presentano una discontinuità rispetto al passato dovuta a un cambio di metodologia da parte della BRI.

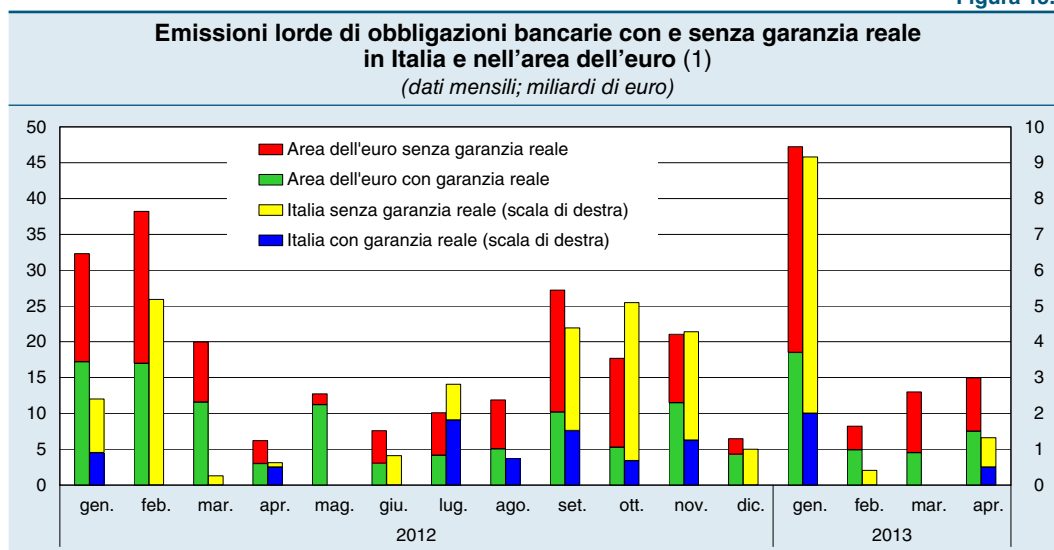
I nuovi collocamenti delle banche sono stati discontinui durante l'anno, risentendo dell'andamento delle tensioni sui mercati dell'area (fig. 15.4). Dal mese di settembre il graduale normalizzarsi delle condizioni finanziarie ha favorito la riduzione del costo del finanziamento e la ripresa delle emissioni. Sulla base di dati Dealogic relativi alle emissioni lorde all'ingrosso, effettuate da società riconducibili a gruppi bancari italiani sia sul mercato nazionale sia su quello internazionale (76 miliardi nel complesso), il 60 per cento delle nuove obbligazioni sarebbe stato trattenuto in bilancio per essere utilizzato come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Quasi il 70 per cento delle emissioni destinate al mercato ha riguardato titoli privi di collaterale o garanzia pubblica.

All'inizio di quest'anno le emissioni bancarie, dopo essere state ingenti in gennaio, si sono fortemente ridotte nei mesi successivi, risentendo delle tensioni legate all'esito delle elezioni politiche in Italia e alla crisi bancaria a Cipro. Nel complesso del primo quadrimestre sono state collocate obbligazioni per 11 miliardi, costituite prevalentemente da titoli senza collaterale; emissioni con garanzie reali sono state effettuate solo dai due principali gruppi bancari.

Nel 2012 la graduale riduzione del costo del finanziamento ha favorito una ripresa delle emissioni nette da parte delle società non finanziarie italiane (14 miliardi), che erano state pressoché nulle nell'anno precedente. Secondo dati di fonte Dealogic, i collocamenti lordi sul mercato internazionale di emittenti riconducibili a gruppi non finanziari italiani sono aumentati in misura marcata (29 miliardi, da 19 nel 2011); quasi l'80 per cento delle nuove emissioni è stato effettuato da sei grandi gruppi (Enel, Eni, Fiat, Snam, Telecom Italia e Ter-

na), ma è aumentato il numero di società che hanno effettuato collocamenti (14, da 6 nel 2011). Nel primo quadrimestre di quest'anno le emissioni sono rimaste elevate (7 miliardi).

Figura 15.4



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*).

Le emissioni lorde di titoli high yield in Europa hanno continuato ad aumentare (64 miliardi di euro, contro 50 nel 2011), favorite dalla ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori. Circa il 70 per cento dei collocamenti è stato effettuato da società non finanziarie. Un quarto delle emissioni è ascrivibile a società del Regno Unito, mentre le quote relative a Francia, Germania e Italia hanno rappresentato il 13, il 10 e il 6 per cento del totale, rispettivamente. Nel nostro paese il principale emittente di obbligazioni ad alto rendimento rimane il gruppo Fiat (3 miliardi, pari a circa l'80 per cento del totale).

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 nuovo, forte incremento (49 miliardi, contro 34 nel 2011), soprattutto grazie alla possibilità per le banche di utilizzare strumenti cartolarizzati come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. In particolare, le emissioni nette di covered bond sono salite da 38 a 56 miliardi.

Secondo lo European Securitisation Forum, nel 2012 la quota italiana delle cartolarizzazioni effettuate in Europa (misurata sulla base della provenienza geografica del collaterale utilizzato) è raddoppiata rispetto all'anno precedente, al 24 per cento. Sulla base di dati di fonte Dealogic è proseguito l'aumento della quota italiana di emissioni lorde di covered bond sul totale di quelle effettuate da società riconducibili a gruppi dell'Europa occidentale (dal 16 al 20 per cento), pur registrando un calo in termini assoluti (il mercato europeo complessivo ha infatti avuto una significativa riduzione, da quasi 300 a 220 miliardi di euro).

Nel 2012 le emissioni lorde di carta commerciale e certificati di deposito da parte di società italiane si sono fortemente ridotte (circa 60 miliardi, da 130 nel 2011); la percentuale ascrivibile alle banche è salita dal 53 al 60 per cento.

Nel 2012 la quota italiana dei collocamenti lordi di carta commerciale e certificati di deposito effettuati nell'Europa occidentale si è pressoché dimezzata, al 3 per cento. Per le operazioni di emittenti italiani la quota dei collocamenti con scadenza inferiore ai 60 giorni è scesa dal 63 al 53 per cento; si è fortemente ridotta la percentuale di emissioni in dollari, dal 13 al 2 per cento, risentendo dell'ulteriore calo della domanda da parte degli investitori statunitensi.

I rendimenti. – Il rendimento medio delle obbligazioni denominate in euro emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito (investment grade) ha avuto nel 2012 un forte calo, raggiungendo alla fine dell'anno un minimo storico dell'1,8 per cento (3,2 alla fine del 2011). Vi ha contribuito la contrazione dei premi per il rischio (fig. 15.5). Analogamente i rendimenti dei titoli high yield hanno registrato una riduzione molto marcata, al 5,6 per cento (11,4 alla fine del 2011).

I premi per il rischio sui titoli emessi dalle società non finanziarie sono diminuiti in Italia in misura maggiore rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro, beneficiando della sensibile riduzione delle tensioni sul debito sovrano italiano nella seconda metà dell'anno: con riferimento a un campione di titoli investment grade a elevato flottante, nel 2012 il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato francesi e tedeschi è diminuito in media di 1,8 punti percentuali per le imprese italiane e di 0,7 punti per quelle di altri paesi dell'area dell'euro. La segmentazione dei mercati obbligazionari dell'area rimane comunque elevata: i premi per il rischio richiesti dagli investitori per detenere titoli di imprese italiane sono di oltre un punto superiori a quelli medi del resto dell'area.

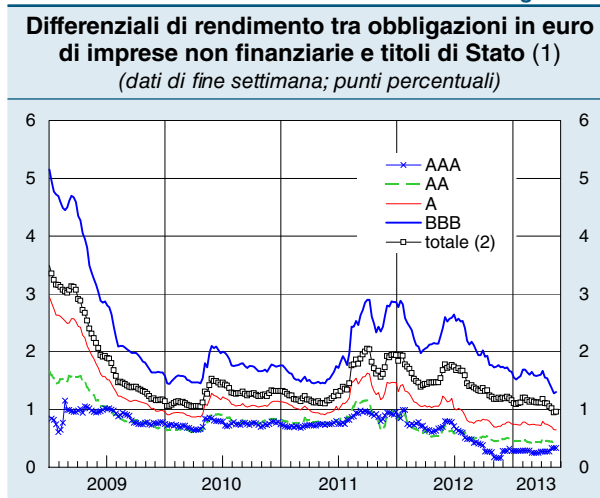
In base a un campione di società non finanziarie, i premi medi sui CDS a cinque anni hanno evidenziato un andamento simile a quello degli spread sulle obbligazioni: i premi sui CDS sono scesi di 140 punti base in Italia, contro un calo di 65 in Spagna e di circa 40 in Germania e in Francia.

L'attenuarsi delle tensioni sui mercati finanziari si è riflesso positivamente anche sugli spread obbligazionari delle principali banche italiane, che nel 2012 sono diminuiti in media di circa 1,9 punti percentuali; il calo è stato in linea con quello degli altri paesi dell'area dell'euro. Il differenziale medio sui rendimenti delle obbligazioni bancarie italiane rimane più elevato di quello degli intermediari francesi e tedeschi (di 1,4 e 2,4 punti percentuali, rispettivamente).

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni. – Nel 2012 l'indice della borsa italiana è aumentato del 10 per cento, a fronte di un rialzo del 15 per le principali società quotate dell'area dell'euro (fig. 15.6.a). L'andamento nel corso dell'anno è stato scandito dall'evoluzione della crisi del debito sovrano. Dopo un iniziale miglioramento i corsi azionari sono tornati a flettere in marzo, per poi risalire dalla fine di luglio in seguito all'annuncio del Presidente della BCE circa la determinazione delle autorità europee a fugare ogni timore sulla reversibilità dell'Unione monetaria. Nei primi quattro mesi del 2013 l'indice della

Figura 15.5

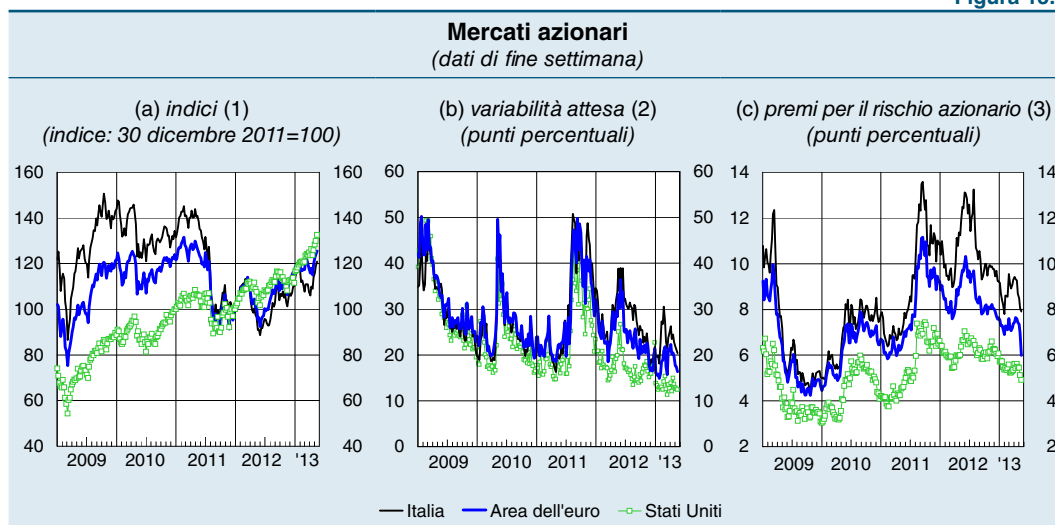


Fonte: Merrill Lynch.

(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).

borsa italiana è salito del 5 per cento, mostrando ampie variazioni legate all'andamento dell'incertezza politica in Italia e della crisi bancaria a Cipro.

Figura 15.6



Fonte: elaborazioni 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).

Nel 2012 l'aumento delle quotazioni è stato particolarmente marcato nel settore dei beni di consumo e in quello farmaceutico (34 e 33 per cento, rispettivamente). L'indice del settore industriale ha anch'esso registrato un sensibile rialzo (22 per cento), con una dinamica particolarmente favorevole nel comparto dei prodotti elettronici (43 per cento). Sono invece scesi gli indici relativi alle telecomunicazioni e ai media (-16 e -12 per cento, rispettivamente). Le quotazioni delle azioni bancarie, dopo un marcato calo nella prima parte dell'anno, sono salite di oltre il 30 per cento dalla fine di luglio in seguito al miglioramento del clima di fiducia sui mercati, rimanendo, nel complesso del 2012, pressoché invariate.

L'aumento delle quotazioni azionarie italiane nel 2012 è attribuibile sia alla forte riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni sia alla diminuzione dei rendimenti sulle attività prive di rischio, approssimati dai tassi sui titoli di Stato a lungo termine tedeschi. Tali fattori hanno più che compensato l'effetto negativo derivante dalla contrazione degli utili delle società quotate.

All'inizio del 2012 gli analisti finanziari prevedevano per l'anno una crescita degli utili delle società quotate italiane pari a oltre il 20 per cento. Tuttavia, le attese si sono poi gradualmente ridimensionate; alla fine del 2012 gli utili per azione sono risultati in media inferiori dell'1 per cento rispetto all'anno precedente. Anche le aspettative sugli utili del 2013 e del 2014 sono diminuite; alla fine dello scorso aprile gli analisti finanziari si attendevano una variazione degli utili pressoché nulla per l'intero 2013 e un incremento del 16 per cento per il 2014. Per il complesso dell'area dell'euro permangono invece, per il 2013, aspettative di una crescita positiva, seppur modesta.

Nel 2012 la volatilità dell'indice di borsa italiano è stata in media inferiore a quella dell'anno precedente. Essa si è ridotta sensibilmente dalla fine di luglio e, in dicembre, si collocava sui valori minimi da maggio del 2011 (fig. 15.6.b).

Alla fine del 2012 il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione per le società quotate italiane era sceso al 7 per cento (dal 9 di un anno prima), un valore che tuttavia rimane superiore di circa un punto percentuale al livello medio dalla metà degli anni ottanta. In base a stime fondate anche sulle aspettative sugli utili a breve termine, alla fine dell'anno il rendimento aggiuntivo rispetto a impieghi privi di rischio, richiesto dagli investitori per detenere azioni italiane, era pari a 9,2 punti percentuali (contro 7,6 punti percentuali per l'area dell'euro nel suo complesso; fig. 15.6.c).

Secondo stime che tengono conto dell'andamento sia dei corsi azionari sia dei profitti correnti e attesi, nel 2012 il costo del capitale azionario delle banche italiane sarebbe sceso in media di circa due punti percentuali, collocandosi attorno al 15 per cento al netto dell'inflazione attesa. Tale livello sarebbe analogo a quello delle banche tedesche, ma superiore a quello degli intermediari in Francia, Regno Unito e Stati Uniti (13, 12 e 10 per cento, rispettivamente).

L'offerta e la domanda di azioni. – Nel 2012 vi sono state sei operazioni di prima quotazione in borsa, due in meno che nel 2011; cinque di esse sono state effettuate sul segmento dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia-Mercato alternativo del capitale). Il controvalore delle azioni collocate è stato assai contenuto e in ulteriore calo rispetto all'anno precedente (184 milioni, contro 439 nel 2011).

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa					
<i>(milioni di euro, salvo diversa indicazione)</i>					
VOCI	2008	2009	2010	2011	2012
Variazione dei corsi (1)	-48,7	20,7	-8,7	-24,0	10,2
Società quotate (numero a fine anno)	336	332	332	328	323
di cui: <i>italiane</i>	294	291	291	287	282
<i>al segmento STAR</i>	75	72	75	70	66
Capitalizzazione delle società italiane (2)	374.702	457.126	425.099	332.374	365.466
<i>in percentuale del PIL</i>	23,8	30,1	27,4	21,1	23,3
Composizione percentuale: (3)					
<i>industriali</i>	33	37	41	45	47
<i>assicurativi</i>	11	9	7	7	8
<i>bancari</i>	25	26	20	17	18
<i>finanziari</i>	3	2	3	3	2
<i>servizi</i>	28	26	28	29	25
Totale	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni delle società italiane (4)	7.700	18.541	6.855	11.862	10.120
di cui: <i>al segmento STAR</i>	238	97	50	311	116
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	464	561	8.060	12.743	802
di cui: <i>italiane</i>	464	510	8.060	12.743	802
<i>al segmento STAR</i>	..	226	..	..	..
Dividendi distribuiti dalle società italiane (6)	39.072	21.309	16.036	17.009	13.207
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	15,6	5,3	7,6	9,0	7,2
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	8,0	5,0	3,8	5,1	4,2
Controvalore degli scambi:					
<i>mercato di borsa (8)</i>	993.511	645.993	715.147	683.630	487.301
<i>futures sull'indice FTSE MIB (9)</i>	698.258	418.714	560.207	561.798	442.990
<i>opzioni sull'indice FTSE MIB (9)</i>	268.264	140.345	174.918	162.684	107.232
Turnover delle società italiane (10)	179	155	162	181	140

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) Dati World Federation of Exchanges fino al 2009; dati Borsa Italiana dal 2010. – (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.

La raccolta di fondi mediante aumenti di capitale da parte di società già quotate è stata lievemente inferiore a quella del 2011 (10,1 miliardi, contro 11,9; tav. 15.2); circa tre quarti è da ricondursi a una singola banca, un quinto a compagnie di assicurazione e la parte restante a società non finanziarie.

Nel 2012 la capitalizzazione complessiva delle società italiane in rapporto al PIL è aumentata dal 21 al 23 per cento. Negli altri maggiori paesi avanzati, alla fine dell'anno il rapporto si collocava su valori nettamente superiori: 45 per cento in Germania, 63 per cento in Francia, 107 per cento negli Stati Uniti e 156 per cento nel Regno Unito. Il controvalore medio giornaliero delle azioni scambiate su Borsa Italiana è stato sensibilmente inferiore a quello dell'anno precedente.

Le infrastrutture di mercato

Nel 2012 le operazioni medie giornaliere trattate nel sistema di regolamento titoli italiano gestito da Monte Titoli (Express II) sono diminuite sia in numero sia in valore (-8 e -10 per cento, rispettivamente) a causa della consistente riduzione degli scambi sul mercato azionario italiano e del maggior ricorso ai servizi di controparte centrale sul mercato obbligazionario, offerti congiuntamente dall'italiana Cassa di compensazione e garanzia (CCG) e dalla francese LCH.Clearnet SA (Clearnet).

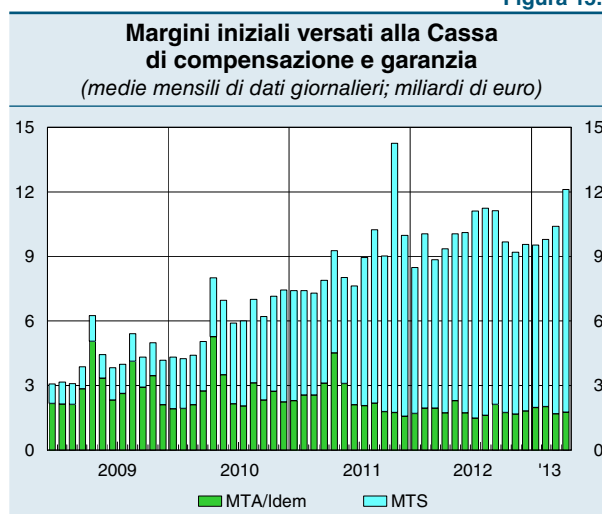
La CCG svolge il ruolo di controparte centrale nei mercati azionari, obbligazionari e dei derivati e compensa le transazioni tra i partecipanti, pareggiando le posizioni in acquisto e in vendita di ciascun operatore. Divenendo essa stessa controparte verso ciascun partecipante, si assume i rischi di inadempimento, che vengono coperti con garanzie (titoli o contante) versate dagli aderenti e, ove non sufficienti, con le proprie risorse patrimoniali.

La percentuale di operazioni non regolate per la mancata consegna di titoli nel termine stabilito (*fails*) è un indicatore del livello di efficienza di un sistema di regolamento nel suo complesso (gestori, intermediari, procedure operative e infrastrutture tecnologiche). Nel 2012 l'incidenza dei *fails* in Express II è rimasta quasi invariata rispetto all'anno precedente (in media al 2,2 per cento del valore giornaliero delle transazioni immesse nel sistema).

Nel 2012 l'attività della CCG ha continuato a crescere sul mercato obbligazionario, e segnatamente su quello dei titoli di Stato; si è invece ridotta sui mercati azionari a pronti e in derivati.

Il controvalore garantito dalla CCG sul mercato dei titoli di Stato nel complesso dell'anno è aumentato del 16 per cento (a 11.600 miliardi). Si è invece ridotto il numero di contratti gestiti sui mercati azionari a pronti (-15 per cento, a 61 milioni) e sul mercato dei derivati Idem (-23 per cento, a 37 milioni).

Figura 15.7



Fonte: elaborazioni su dati Cassa di compensazione e garanzia spa.

L'accresciuta operatività sul mercato dei titoli di Stato si è riflessa sull'ammontare delle garanzie richieste dalla CCG ai partecipanti. I margini iniziali (calcolati su base giornaliera, a copertura dei costi teorici di liquidazione che la CCG sosterebbe in caso di insolvenza di un partecipante al sistema) si sono attestati su una media giornaliera di quasi 10 miliardi di euro (9 nel 2011; fig. 15.7). La CCG ha rivisto più volte l'importo del fondo mutualistico versato dai partecipanti a garanzia degli inadempimenti (*default fund*) del comparto obbligazionario, che nel mese di agosto ha raggiunto un massimo di 2,5 miliardi.

Nel 2012 le garanzie complessivamente richieste dalla Cassa (margini e default fund) hanno superato 14 miliardi medi giornalieri, con un aumento dell'11 per cento rispetto al 2011; sono rimaste su livelli pressoché analoghi nei primi quattro mesi del 2013. La quota di garanzie relative al comparto obbligazionario ha superato l'80 per cento del totale. I margini scambiati con la controparte centrale francese Clearnet per il servizio di garanzia offerto congiuntamente sul mercato MTS hanno rappresentato il 40 per cento del totale richiesto sul comparto obbligazionario.

BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI

16. IL SISTEMA FINANZIARIO

Gli andamenti nell'anno

Nel 2012 il sistema finanziario italiano ha risentito della perdurante incertezza sui mercati finanziari internazionali e, soprattutto, della contrazione dell'attività economica.

La recessione ha comportato un forte peggioramento della qualità degli attivi bancari (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Il flusso di sofferenze in rapporto agli impieghi è cresciuto in misura rilevante, soprattutto per le imprese. A fronte del progressivo deterioramento della qualità del credito, le politiche di offerta degli intermediari sono rimaste restrittive; hanno anche risentito delle difficoltà di provvista a lungo termine sui mercati internazionali all'ingrosso. Tali comportamenti dal lato dell'offerta e il rallentamento della domanda di finanziamenti hanno determinato una riduzione dei prestiti dello 0,2 per cento, a fronte di un aumento dell'1,9 nel 2011. La contrazione riflette il calo del credito erogato dai cinque maggiori gruppi bancari (-1,3 per cento), solo parzialmente compensato dall'espansione di quello delle altre banche (0,8 per cento). Nei primi mesi di quest'anno il credito all'economia ha continuato a ridursi, a ritmi superiori rispetto a quelli osservati nel 2012. L'aumento delle esposizioni verso clientela in temporanea difficoltà indica che il flusso di nuove sofferenze potrebbe rimanere elevato nell'anno in corso.

I provvedimenti adottati dalla BCE dalla fine del 2011 hanno contribuito ad attenuare le difficoltà delle banche dal lato della provvista, evitando una massiccia contrazione del credito. Le più favorevoli condizioni successive all'annuncio, in estate, delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions; cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*) hanno consentito alle principali banche italiane di tornare a emettere obbligazioni sui mercati internazionali. È proseguita, a ritmi sostenuti, la crescita della raccolta al dettaglio. L'incertezza che continua a ostacolare l'accesso ai mercati all'ingrosso ha indotto gli intermediari a non avviare progetti di restituzione dei finanziamenti di durata triennale ricevuti dalla BCE.

La redditività del sistema bancario italiano, valutata al netto delle poste straordinarie connesse con le svalutazioni degli avviamenti, è peggiorata, principalmente a causa del deterioramento della qualità del credito; il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è stato pari allo 0,4 per cento. Le rettifiche su crediti, cresciute di quasi il 60 per cento rispetto al 2011, hanno quasi interamente assorbito il risultato di gestione; vi ha influito anche la recente azione di vigilanza, volta a verificare l'adeguatezza dei tassi di copertura dei crediti deteriorati presso un ampio numero di gruppi bancari. Prosegue l'azione di contenimento dei costi, che ha contribuito a sostenere la redditività operativa nonostante la contrazione del margine di interesse.

Il rafforzamento della posizione patrimoniale è continuato, grazie all'aumento del capitale di qualità primaria e alla contrazione delle attività ponderate per il rischio. Tenendo conto anche del sostegno pubblico fornito a Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), alla fine del 2012 il coefficiente relativo al patrimonio di migliore qualità (core tier 1 ratio) sarebbe stato pari al 10,7 per cento per l'intero sistema e al 10,9 per i cinque maggiori gruppi, rispettivamente 1,4 e 2,0 punti in più rispetto all'anno precedente. Il sostegno a MPS ha preso la forma di un prestito, computabile nel patrimonio di vigilanza, concesso dallo Stato a un costo elevato e crescente nel tempo (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari nella Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012). Anche includendo tale intervento, il sostegno pubblico alle banche del nostro paese rimane molto contenuto nel confronto internazionale. Le azioni di rafforzamento patrimoniale hanno contribuito al graduale avvicinamento delle banche italiane ai requisiti di Basilea 3. Analisi preliminari condotte sul sistema bancario italiano nell'ambito del Financial Sector Assessment Program, programma di valutazione del settore finanziario del Fondo monetario internazionale, indicano che il rafforzamento patrimoniale conseguito consentirebbe al sistema nel suo complesso di resistere a scenari avversi.

Nel settore del credito specializzato (leasing, factoring, credito al consumo) si è registrata una contrazione dei volumi operativi, particolarmente rilevante nel comparto del leasing; la qualità del credito è peggiorata.

Nel 2012 è continuato il deflusso netto di risorse dal settore del risparmio gestito, sebbene per un importo nettamente inferiore rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*). La raccolta ha risentito della congiuntura economica negativa e, specialmente nella prima parte dell'anno, delle tensioni sui mercati finanziari internazionali. Si è più che dimezzato il deflusso netto di risparmio dal complesso dei fondi comuni italiani; è tornata ad aumentare la raccolta dei fondi esteri, il cui peso sul totale dei fondi comuni aperti è aumentato in misura consistente. Nel comparto assicurativo riscatti netti hanno riguardato i prodotti del ramo vita, mentre le sottoscrizioni di polizze rivalutabili, al netto dei rimborsi, sono state positive. Le gestioni patrimoniali hanno registrato una raccolta netta negativa, mentre quella delle diverse forme pensionistiche complementari è stata positiva. Il patrimonio gestito è aumentato del 18 per cento, principalmente per effetto del conferimento delle gestioni estere del gruppo Generali alla SGR italiana. Alla fine dell'anno le attività degli investitori istituzionali erano pari al 66 per cento del PIL; il risparmio gestito rappresentava il 24 per cento delle attività finanziarie delle famiglie. Nel confronto internazionale i portafogli degli investitori istituzionali italiani sono caratterizzati dalla limitata presenza di titoli azionari e obbligazionari, a fronte di un'elevata esposizione ai titoli pubblici, in gran parte italiani.

La struttura del sistema finanziario

Le banche e i gruppi bancari. – Alla fine del 2012 operavano in Italia 706 banche, 34 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 16.1). Nel corso dell'anno hanno iniziato a operare 7 banche (2 società per azioni, una banca di credito cooperativo e 4 filiali di banche estere); le cessazioni hanno riguardato 41 istituti, per effetto di 35 operazioni di incorporazione, fusione o cessione di attività (in larga parte dovute a riorganizzazioni interne ai gruppi bancari), 5 liquidazioni e una trasformazione in società finanziaria.

Il numero di gruppi bancari è diminuito di 2 unità, a 75. In base all'elenco dei conglomerati finanziari pubblicato a settembre del 2012, quelli operanti in Italia alla fine del 2011 erano 6, di cui 3 con attività prevalente nel settore bancario e dei servizi di investimento (Azimut, Banca Carige e Intesa Sanpaolo).

Tavola 16.1

Struttura del sistema finanziario italiano								
TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2011				31 dicembre 2012			
	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	–	–	–	77	–	–	–	75
Gruppi di SIM	–	–	–	20	–	–	–	19
Banche	189	–	551	740	169	–	537	706
di cui: <i>banche spa</i>	162	–	52	214	141	–	56	197
<i>banche popolari</i>	18	–	19	37	18	–	19	37
<i>banche di credito cooperativo</i>	8	–	403	411	9	–	385	394
<i>succursali di banche estere</i>	1	–	77	78	1	–	77	78
Società di intermediazione mobiliare	8	23	71	102	9	24	68	101
Società di gestione del risparmio e Sicav	31	6	153	190	26	7	139	172
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	65	–	123	188	58	–	128	186
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	36	1	745	782	33	1	624	658
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	–	3	3	–	–	3	3
Istituti di pagamento	9	–	25	34	8	–	36	44
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.

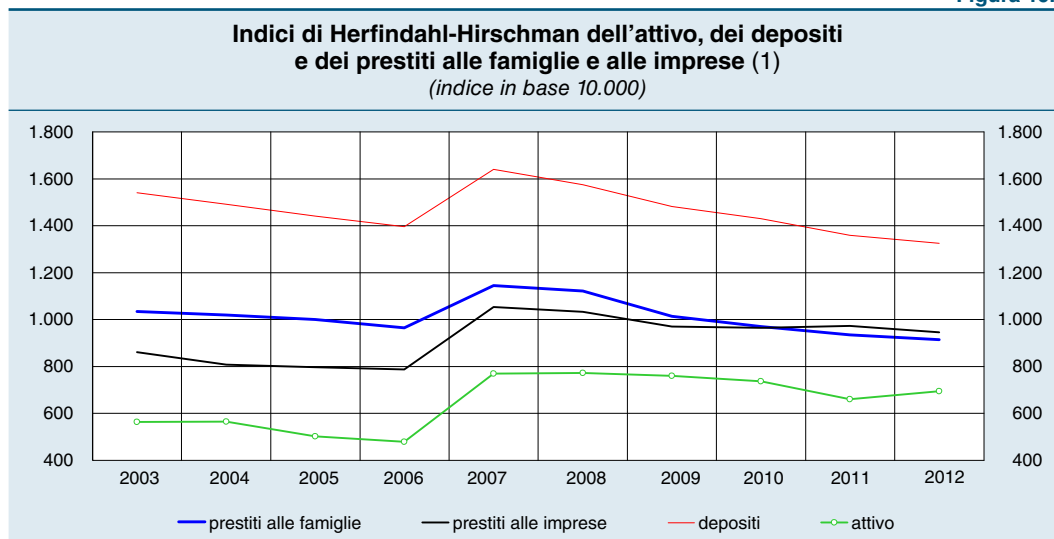
A marzo di quest'anno 67 fondazioni detenevano partecipazioni nel capitale delle banche. Esse possedevano, anche congiuntamente, una quota superiore al 50 per cento in 16 intermediari, per lo più di minori dimensioni. Partecipazioni significative, comprese tra il 20 e il 50 per cento, erano detenute da singole fondazioni in due dei maggiori gruppi bancari (Banca Monte dei Paschi di Siena e Banca Carige).

Il grado di concentrazione del sistema bancario. – Il grado di concentrazione del sistema bancario, misurato dall'indice di Herfindahl-Hirschman (HHI) calcolato sul totale dell'attivo consolidato delle unità operanti in Italia, era nel 2012 lievemente superiore rispetto a quello riscontrato nel 2003 (fig. 16.1).

La valutazione del livello di concorrenza nel mercato dei prestiti alle imprese è comunemente effettuata a livello regionale, mentre per i prestiti alle famiglie e per la raccolta si utilizzano indicatori a livello provinciale. Tra il 2003 e il 2012 l'indice HHI mediano per i prestiti alle famiglie e per i depositi è diminuito, anche a seguito

dell'espansione di intermediari di piccola dimensione al di fuori delle tradizionali aree geografiche di riferimento; nello stesso decennio l'indice calcolato per i prestiti alle imprese è lievemente aumentato.

Figura 16.1

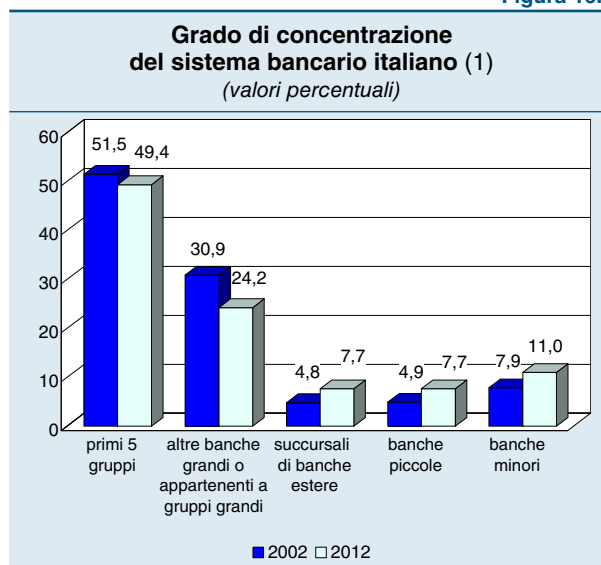


Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(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.

Ripartendo gli intermediari sulla base della dimensione e dell'appartenenza ai gruppi bancari, alla fine del 2012 faceva capo ai 5 gruppi di maggiore dimensione (UniCredit, Intesa SanPaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane) il 49,4 per cento delle attività dei soggetti bancari e finanziari operanti in Italia (fig. 16.2). Ad altri 15 gruppi e banche di grande dimensione era riconducibile una quota dell'attivo pari al 24,2 per cento. A ciascuna delle classi costituite dalle 78 succursali di banche estere e dalle 31 banche piccole faceva capo il 7,7 per cento; le 482 banche minori si attestavano all'11,0. Nel 2002 ai primi 5 gruppi dell'epoca faceva capo il 51,5 per cento del complesso delle attività del sistema, oltre due punti percentuali in più rispetto alla fine dello scorso anno; si osserva un calo anche più pronunciato per gli altri gruppi e banche grandi; sono invece aumentate le quote relative sia alle succursali di banche estere sia alle banche piccole e minori.

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.

Il grado di internazionalizzazione del sistema bancario. – Alla fine del 2012 le banche italiane operavano all'estero attraverso 84 filiazioni e 60 succursali, 4 unità in meno rispetto al 2011. La presenza all'estero di banche italiane rimane rilevante nei paesi dell'area dell'euro (55 unità; in particolare Austria, Lussemburgo e Germania), in quelli dell'Europa centrale e orientale (56 unità) e in Svizzera (10 unità).

I gruppi bancari italiani sono presenti con 4 succursali in 3 centri classificati dalla Banca dei regolamenti internazionali come centri finanziari offshore (Hong Kong, Singapore, Isole Cayman); alla fine del 2012 le esposizioni verso soggetti ivi residenti ammontavano a 8,8 miliardi, pari allo 0,3 per cento del complesso delle esposizioni.

Le filiazioni di società e banche estere presenti in Italia erano 24, due delle quali figuravano tra i primi 10 gruppi bancari presenti nel Paese, con una quota del totale delle attività pari all'8,4 per cento. Alla fine del 2012 nel capitale di 48 banche erano presenti 37 azionisti esteri, in prevalenza comunitari, con quote superiori al 5 per cento.

Gli intermediari non bancari. – Alla fine dello scorso anno operavano in Italia 172 società di gestione del risparmio (SGR), 18 in meno rispetto alla fine del 2011 (tav. 16.1). Le cancellazioni effettuate nel corso dell'anno sono riconducibili in prevalenza alla definitiva fuoriuscita dal mercato; una sola SGR è stata costituita nel 2012.

Gli operatori iscritti all'albo delle società di intermediazione mobiliare (SIM) erano 101 (di cui 9 appartenenti a gruppi bancari), uno in meno rispetto all'anno precedente; le iscrizioni nel corso dell'anno (4) hanno riguardato SIM di matrice privata e bancaria, operative in prevalenza nei servizi di consulenza e di gestione di portafogli. Diciannove gruppi di SIM erano iscritti nel relativo albo; a essi facevano capo 24 SIM.

Le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB (che operano prevalentemente nei settori del leasing, del factoring e del credito al consumo) erano 186, due in meno rispetto all'anno precedente. Sono usciti dal mercato 15 intermediari, per la maggior parte operanti nel settore del credito al consumo e nel *servicing* in operazioni di cartolarizzazione, mentre hanno avviato l'attività 13 nuovi operatori, in prevalenza 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'83,0 e al 78,0 per cento. Le società finanziarie operative nel settore del credito al consumo detenevano una quota pari al 50,7 per cento del mercato.

L'albo degli istituti di pagamento ex art. 114-*septies* TUB (intermediari abilitati a prestare servizi di pagamento e a concedere credito a breve termine in connessione con i servizi prestati) contava 44 soggetti, di cui 11 iscritti nel corso dell'anno.

Nell'elenco generale ex art. 106 del TUB erano iscritte 658 finanziarie (che sostanzialmente svolgono le medesime attività degli intermediari registrati nell'elenco speciale ma sono caratterizzate da una ridotta dimensione operativa); la flessione di 124 unità rispetto al 2011 è dovuta prevalentemente a cancellazioni su richiesta degli stessi intermediari o a provvedimenti d'ufficio conseguenti a situazioni di irregolarità. Nelle altre sezioni previste dall'art. 155 del TUB risultavano iscritti 707 operatori (584 confidi minori e 123 casse peota).

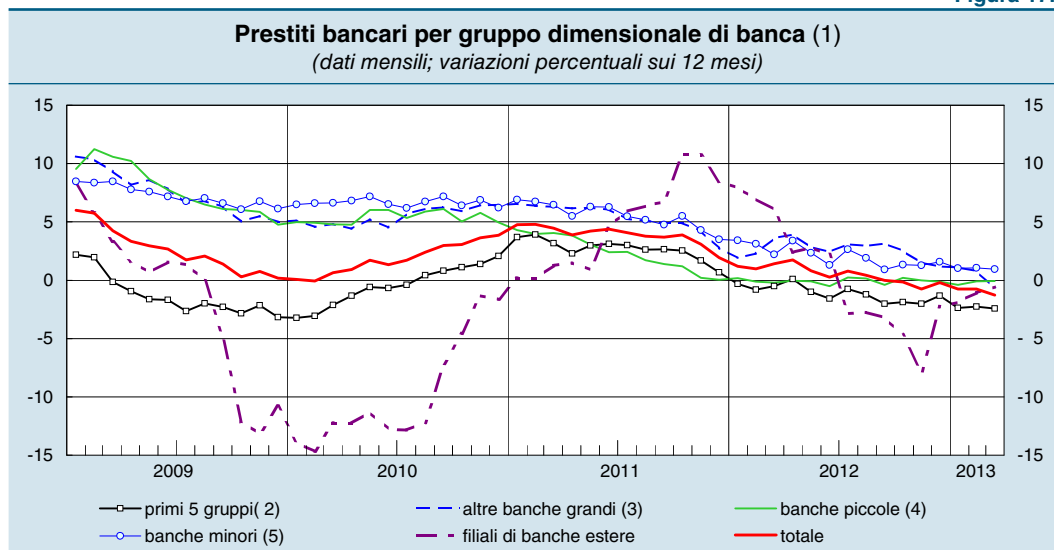
17. L'ATTIVITÀ DELLE BANCHE E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Le attività

Nel corso del 2012 il credito è diminuito, riflettendo sia la minore domanda di prestiti sia le restrizioni dell'offerta. Queste ultime sono derivate dal peggioramento della qualità degli impieghi e, specialmente nella prima parte dell'anno, dalle difficoltà di raccolta sui mercati all'ingrosso. Le banche hanno aumentato le consistenze di titoli di Stato in portafoglio, in presenza di ampie disponibilità liquide e di rendimenti relativamente elevati.

Il credito. – Nel 2012 i prestiti a residenti erogati dalle banche operanti in Italia, compresi le sofferenze e i pronti contro termine, sono diminuiti dello 0,2 per cento; erano cresciuti dell'1,9 nel 2011 (fig. 17.1; tav. 17.1). La contrazione si è accentuata nei primi mesi del 2013 (-1,3 per cento nei dodici mesi terminanti in marzo).

Figura 17.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2013 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo 2013 e del totale dei fondi intermediari non consolidati a dicembre 2008. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti delle cartolarizzazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni; 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 intermediari compresi tra 21.532 e 182.052 milioni. – (4) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediari compresi tra 3.626 e 21.531 milioni. – (5) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediari inferiori a 3.626 milioni.

Secondo gli intermediari partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (*Bank Lending Survey*), il calo dei prestiti in Italia risenti-

rebbe, oltre che della debolezza della domanda, anche di politiche di offerta restrittive, riconducibili in larga parte al peggioramento delle attese circa l'evoluzione dell'attività economica e delle condizioni di particolari imprese o settori. L'irrigidimento dei criteri di offerta si sarebbe riflesso principalmente in un aumento dei tassi sui prestiti alla clientela più rischiosa.

Tavola 17.1

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)				
Centro Nord									
2010 – dic.	4,3	8,4	2,0	1,5	3,9	6,4	4,6	15,7	3,7
2011 – mar.	3,4	3,1	4,7	4,7	4,6	7,1	4,6	17,7	4,3
giu.	3,9	0,4	5,0	5,1	4,4	7,1	4,4	11,8	4,2
set.	1,5	-0,6	4,4	5,0	2,0	4,0	4,4	11,5	3,5
dic.	-0,9	-2,4	2,3	3,0	-0,6	1,3	3,7	9,8	1,7
2012 – mar.	2,6	4,8	-0,3	0,2	-2,4	-0,5	2,8	5,7	1,4
giu.	0,9	6,6	-1,6	-1,2	-3,5	-1,7	1,4	5,9	0,3
set.	5,7	8,9	-3,3	-3,1	-4,2	-2,6	0,7	3,7	0,2
dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – mar.	0,3	1,3	-2,6	-2,5	-3,2	-2,6	-0,2	-0,3	-1,2
Sud e Isole									
2010 – dic.	1,9	-3,9	5,3	6,2	3,1	3,2	5,3	0,9	4,9
2011 – mar.	-0,3	-6,8	6,1	7,0	3,7	3,8	5,3	4,2	5,0
giu.	3,9	-10,3	6,1	6,8	4,0	4,1	5,0	3,4	5,2
set.	1,8	-12,7	5,4	6,5	2,4	2,6	4,9	2,5	4,6
dic.	3,0	-10,4	3,5	4,4	1,0	1,2	3,9	3,2	3,4
2012 – mar.	0,7	-9,0	1,1	1,9	-1,0	-1,0	2,5	-3,4	1,5
giu.	-2,3	-7,6	-0,7	-0,2	-2,0	-1,9	1,0	-3,0	-0,2
set.	-3,8	-8,5	-1,7	-1,3	-2,7	-2,9	0,4	-1,4	-1,1
dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – mar.	-2,5	-4,3	-2,1	-1,8	-2,9	-3,0	-0,8	2,0	-1,6
Italia									
2010 – dic.	4,1	8,1	2,5	2,1	3,8	5,6	4,8	13,8	3,8
2011 – mar.	3,0	2,9	4,9	5,0	4,4	6,2	4,7	16,1	4,4
giu.	3,9	0,1	5,1	5,3	4,3	6,4	4,5	10,8	4,4
set.	1,5	-0,8	4,6	5,2	2,1	3,7	4,6	10,4	3,7
dic.	-0,5	-2,6	2,5	3,2	-0,2	1,3	3,7	9,1	1,9
2012 – mar.	2,4	4,5	-0,1	0,4	-2,1	-0,6	2,7	4,7	1,4
giu.	0,5	6,3	-1,4	-1,0	-3,2	-1,8	1,3	4,9	0,3
set.	4,7	8,5	-3,0	-2,8	-3,9	-2,7	0,6	3,2	0,0
dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – mar.	0,0	1,2	-2,5	-2,4	-3,2	-2,7	-0,4	-0,1	-1,3

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2013 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto delle cartolarizzazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni; 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.

Il tasso di crescita dei prestiti è correlato negativamente con il tasso di ingresso in sofferenza (fig. 17.2). Il peggioramento della qualità del credito comporta maggiori perdite su crediti, che diminuiscono la redditività e di conseguenza gli utili che possono essere accantonati per aumentare il capitale. Maggiori crediti deteriorati accrescono inoltre l'avversione al rischio degli intermediari, inducendoli ad adottare politiche di erogazione del credito più prudenti per contenere ulteriori perdite future.

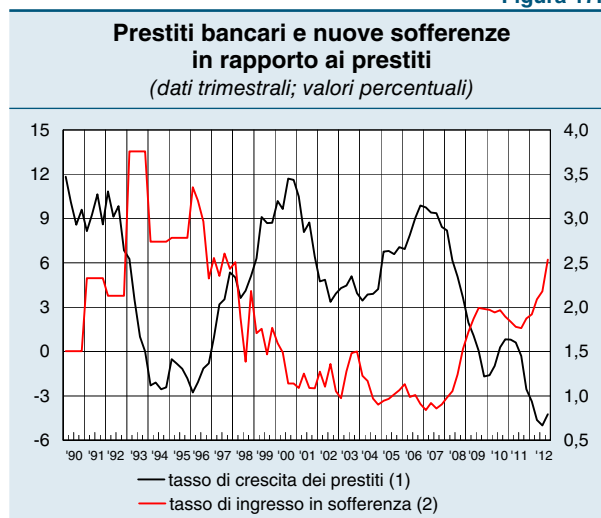
Il nesso tra qualità e offerta di credito è confermato da stime econometriche, che controllano per il patrimonio, la struttura della raccolta, la posizione di liquidità delle banche e per la domanda di credito e le caratteristiche degli affidati. Nel trimestre successivo al dissesto di Lehman Brothers gli intermediari che avevano registrato più elevate svalutazioni su crediti avevano ridotto i prestiti a revoca in misura maggiore.

La contrazione dei prestiti registrata nel 2012 ha riguardato principalmente quelli alle imprese, che si sono ridotti del 2,2 per cento (a 962 miliardi), a fronte di un'espansione del 2,5 per cento nel 2011; la riduzione è stata più accentuata per i prestiti alle imprese con meno di 20 addetti (-2,9 per cento). I prestiti alle famiglie consumatrici, invece, sono rimasti stabili a 512 miliardi; erano cresciuti del 3,7 per cento nel 2011 (per un'analisi più dettagliata dell'andamento del credito alle famiglie e alle imprese, cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Alla fine del 2012 i prestiti alle imprese e alle famiglie rappresentavano rispettivamente il 12,2 e il 22,9 per cento dell'attivo (rispettivamente 32,7 e 61,4 per cento in rapporto al PIL).

La dinamica del credito è stata simile per tutte le classi dimensionali di banche. I prestiti dei cinque maggiori gruppi bancari (che erogano circa il 45 per cento del totale dei finanziamenti all'economia) si sono ridotti dell'1,3 per cento, a fronte di un'espansione dello 0,7 per cento nel 2011. Anche i prestiti delle banche piccole e quelli delle filiali di banche estere sono diminuiti (rispettivamente -0,1 e -2,2 per cento). Pur continuando a espandersi, hanno nettamente rallentato i prestiti delle altre banche grandi e quelli delle banche minori (rispettivamente dal 2,7 all'1,2 per cento e dal 3,5 all'1,6 per cento). Lo scorso marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati da tutte le classi di banche, fatta eccezione per quelle minori, era negativo.

Dopo il dissesto di Lehman Brothers la dinamica dei prestiti è stata eterogenea tra classi di banche. La riduzione dei prestiti erogati dai primi cinque gruppi, che avevano risentito in maniera più intensa della crisi a causa del maggior peso della provvista all'ingrosso e dell'attività di negoziazione, è stata più che compensata dall'incremento di quelli delle altre banche. La più omogenea diminuzione del credito tra classi di intermediari nel periodo più recente è attribuibile alle difficoltà relative a tutte le forme di raccolta e al forte e generalizzato peggioramento della qualità dei debitori a fronte della seconda recessione in quattro anni.

Figura 17.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Scala di sinistra; prestiti al netto di sofferenze e pronti contro termine, deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. Variazioni percentuali sui 12 mesi. – (2) Scala di destra; per la definizione della serie, cfr. nota alla fig. 17.4.

I titoli e le altre attività. – Nel 2012 le consistenze dei titoli di debito detenuti in portafoglio dalle banche, al netto di quelli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati, hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (39,3 per cento), segnando una forte accelerazione rispetto al 2011 (10,6 per cento). L'incremento ha riguardato principalmente i titoli di Stato. Nel 2012 gli acquisti netti di titoli di Stato italiani sono stati pari a circa 100 miliardi, concentrati soprattutto nel primo trimestre dell'anno, successivamente alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine condotte dall'Eurosistema. L'incremento ha riguardato le banche appartenenti a tutte le classi dimensionali ad eccezione delle filiali e filiazioni di banche estere, che hanno ridotto in misura contenuta (circa un miliardo) le consistenze di titoli di Stato italiani. Quasi metà degli acquisti è riconducibile agli intermediari piccoli e minori (che detengono il 30,8 per cento delle consistenze complessive); circa un terzo ai cinque maggiori gruppi (cui fa capo il 39,4 per cento), che hanno acquistato soprattutto titoli a breve scadenza.

Nel 2012 la quota dei titoli di Stato detenuti dalle banche sul totale delle attività è aumentata di 2,6 punti percentuali, dal 5,7 all'8,3 per cento (dati su base non consolidata). Nello stesso periodo la quota dei prestiti (al netto dei pronti contro termine attivi con controparti centrali) è diminuita di circa tre punti percentuali, dal 49,5 al 46,5 per cento.

Alla ricomposizione dell'attivo hanno contribuito la maggiore liquidità e la minore rischiosità dei titoli di Stato. Ha inciso inoltre il permanere di un differenziale di rendimento positivo tra i titoli di Stato e alcuni tipi di prestiti, quali i mutui alle famiglie per acquisto di abitazioni. Nella media del 2012 il BTP decennale ha avuto un rendimento superiore di circa un punto percentuale rispetto al tasso sui nuovi mutui alle famiglie per acquisto di abitazioni comprensivo delle commissioni (TAEG). In Francia e in Germania il corrispondente differenziale è stato pari rispettivamente a -1,9 e -1,6 punti percentuali.

Nel 2012 il valore dei titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie e monetarie residenti in Italia detenuti in portafoglio dalle banche è cresciuto del 29,4 per cento, un ritmo inferiore rispetto al 2011 (43,6 per cento). L'aumento è riconducibile principalmente a operazioni di emissione e contemporaneo acquisto di obbligazioni proprie assistite da garanzia pubblica (decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214) utilizzate come attività stanziabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema. Il conferimento della garanzia pubblica ha riguardato le passività bancarie emesse fino al 30 giugno 2012.

Le attività sull'estero sono diminuite di circa 18 miliardi (-4,8 per cento). Vi hanno contribuito il calo delle consistenze di titoli diversi da azioni emessi da residenti sia nell'area sia nel resto del mondo e quello dei depositi presso istituzioni finanziarie e monetarie residenti nell'area.

La raccolta e la gestione della liquidità

Nel 2012 la raccolta delle banche operanti in Italia, escluse le passività nei confronti di altre banche italiane, è cresciuta dell'1,7 per cento (4,4 per cento nel 2011; tav. 17.2, fig. 17.3), grazie al rifinanziamento presso l'Eurosistema (aumentato del 27,9 per cento) e alla raccolta al dettaglio (cresciuta del 3,9 per cento). All'aumento di quest'ultima hanno contribuito in particolare i depositi di famiglie e imprese residenti (rispettivamente cresciuti del 6,6 e del 7,5 per cento). Al netto del rifinanziamento dall'Eurosistema, la provvista sarebbe diminuita dello 0,8 per cento.

Nel 2012 il costo medio unitario della raccolta (inclusa quella da altre banche residenti in Italia) è diminuito di 30 punti base, all'1,3 per cento, grazie sia all'allentamento delle tensioni sui mercati del debito sovrano, sia al maggior ricorso al rifinanziamento dall'Eurosistema e alla crescita della provvista al dettaglio.

Tavola 17.2

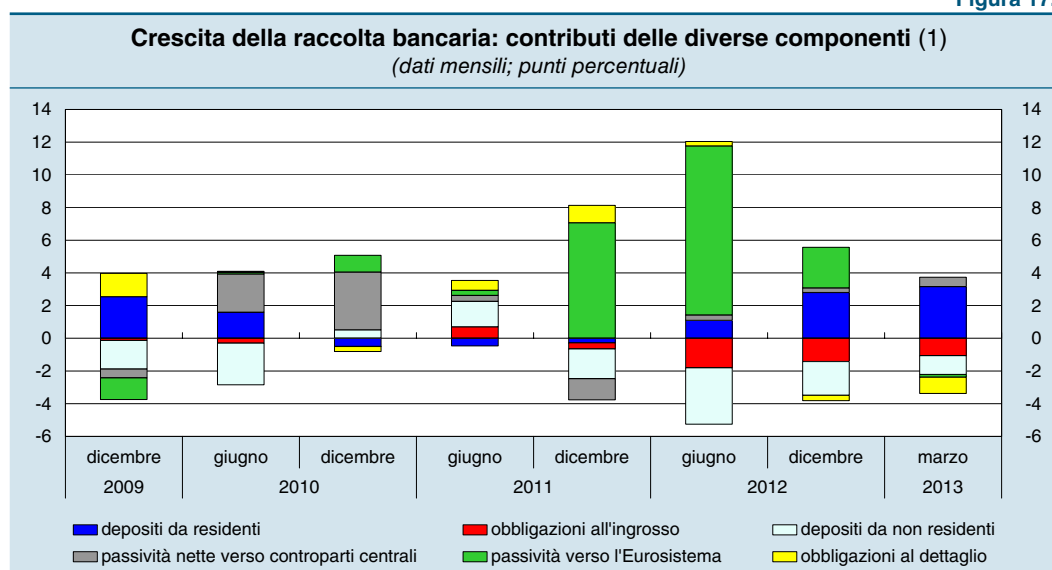
Andamento delle principali poste dei bilanci bancari (1) (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e milioni di euro)									
VOCI	Flussi sui dodici mesi				Variazioni percentuali sui dodici mesi				Consistenze a dicembre 2012
	dicembre 2010	dicembre 2011	dicembre 2012	marzo 2013	dicembre 2010	dicembre 2011	dicembre 2012	marzo 2013	
Attivo									
Cassa	-492	361	1.845	783	-4,2	3,2	16,0	8,0	13.360
Titoli di debito (2)	42.112	28.499	96.830	62.901	18,8	8,2	25,5	13,8	491.861
di cui: <i>titoli pubblici</i>	42.932	25.148	99.564	63.003	26,1	12,2	43,4	20,6	344.863
Prestiti	80.272	39.193	-11.554	-33.122	4,5	2,1	-0,6	-1,7	1.927.847
Attività verso controparti centrali	-5.474	-17.040	41.342	29.951	-16,2	-44,6	195,0	97,2	62.542
Attività verso l'Eurosistema (d)	-11.716	10.485	-6.190	14.088	-33,4	44,8	-18,3	84,0	27.697
Attività sull'estero	6.829	31.308	-17.561	-17.368	2,1	9,4	-4,8	-4,8	348.527
Attività verso IFM residenti									
<i>prestiti</i>	-19.392	40.131	10.108	26.111	-4,4	11,5	2,8	7,7	333.338
<i>titoli</i>	-4.866	89.631	86.714	19.288	-2,3	43,6	29,4	5,5	381.992
Azioni e partecipazioni	10.891	1.501	13.207	14.794	7,2	1,0	10,8	12,0	132.970
Altre attività (3)	840	92.049	9.962	2.748	0,2	23,9	2,1	0,6	489.892
Passivo									
Depositi da residenti in Italia (a)	-11.065	-6.519	67.753	78.071	-1,0	-0,6	5,9	6,7	1.216.214
Depositi da non residenti (b)	11.551	-42.105	-50.297	-28.843	2,7	-9,7	-12,7	-7,8	346.225
Obbligazioni (4) (c)	-7.342	16.407	-42.527	-50.776	-1,2	2,7	-6,9	-8,3	576.332
Passività verso controparti centrali	74.577	-47.292	48.412	44.236	197,0	-40,8	70,6	50,9	116.992
Passività verso l'Eurosistema (d)	22.898	163.959	60.165	-4.140	79,8	317,9	27,9	-1,5	275.708
Passività connesse con operazioni di cessioni di crediti	-1.282	-2.140	-6.599	225	-12,5	-1,2	-4,2	0,1	152.549
Passività verso IFM residenti									
<i>depositi</i>	-21.027	37.320	11.602	27.671	-4,6	10,6	3,2	8,0	338.663
<i>obbligazioni</i>	-4.866	89.631	86.714	19.288	-2,3	43,6	29,4	5,5	381.992
Capitale e riserve	13.154	26.875	-4.763	-6.635	5,0	6,4	4,8	4,3	372.703
Altre passività	13.142	81.816	51.935	39.181	3,8	-9,4	9,3	1,0	432.647
<i>Per memoria:</i>									
Passività nette verso controparti centrali (5) (e)	78.951	-30.252	7.070	14.285	::	-39,0	14,9	25,5	54.450
Raccolta complessiva (f=a+b+c+d+e)	94.993	101.490	42.164	8.596	4,3	4,4	1,7	0,3	2.468.929

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. – (3) L'aggregato comprende: quote di fondi comuni monetari, attività mobili e immobili e altre voci di minor rilievo. – (4) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti in Italia. – (5) I tassi di crescita non vengono riportati in quanto non significativi.

La raccolta all'ingrosso. – Nel 2012 la raccolta all'ingrosso (depositi e pronti contro termine da non residenti e obbligazioni diverse da quelle detenute da famiglie) si è ridotta di 3,5 punti percentuali in rapporto al totale della provvista, al 24,7 per cento; la quota del rifinanziamento dall'Eurosistema è invece cresciuta di 2,3 punti, all'11,5 per cento. Le banche italiane non hanno avviato programmi di restituzione dei finanziamenti di durata triennale ottenuti dall'Eurosistema.

Le banche di credito cooperativo hanno fatto più ampio ricorso al rifinanziamento dall'Eurosistema, anche grazie alla possibilità di utilizzare come collaterale le proprie passività garantite dallo Stato, di cui si sono avvalse oltre 200 banche per un importo complessivo di circa 6 miliardi. L'accesso al rifinanziamento presso l'Eurosistema avviene in prevalenza attraverso gli istituti centrali, anche se il numero di intermediari che vi ha fatto ricorso in via diretta (37 a dicembre del 2012) è quasi triplicato rispetto alla fine del 2011.

Figura 17.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La raccolta all'ingrosso ha risentito della diminuzione dei depositi da non residenti (-12,7 per cento) e della riduzione delle obbligazioni diverse da quelle detenute da famiglie (-14,8 per cento). Il calo di entrambe le componenti si è attenuato nell'ultimo trimestre del 2012 e nei primi tre mesi dell'anno in corso, dopo l'annuncio da parte della BCE delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions). Nel marzo 2013 la raccolta all'ingrosso, al netto del rifinanziamento presso l'Eurosistema, risultava inferiore del 6,3 per cento rispetto a dodici mesi prima.

Le condizioni sui mercati della raccolta a breve termine sono migliorate in seguito agli interventi dell'Eurosistema. Sono invece rimaste tese le condizioni sui mercati della raccolta a medio e a lungo termine. Le emissioni di covered bond, obbligazioni non garantite e carta commerciale, effettuate dai primi cinque gruppi bancari nella seconda metà del 2012, sono avvenute in presenza di spread ancora elevati, anche a causa della durata relativamente lunga dei titoli emessi e della natura subordinata di alcuni di essi. Dalla fine di febbraio 2013, in seguito all'incertezza del quadro politico e ai nuovi declassamenti del merito creditizio dello Stato e di alcune banche italiane,

le condizioni sui mercati della provvista all'ingrosso sulle scadenze superiori a un anno sono peggiorate.

La raccolta al dettaglio. – Nel 2012 la quota dei depositi da residenti e delle obbligazioni detenute dalle famiglie in rapporto al totale della provvista è cresciuta di 1,4 punti percentuali, al 66 per cento. L'aumento della quota della raccolta al dettaglio è stato accompagnato da una sua ricomposizione, dovuta all'armonizzazione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie. Le obbligazioni sottoscritte dalle famiglie (il cui rendimento da gennaio del 2012 è tassato al 20 per cento, a fronte di un'aliquota precedente del 12,5) sono diminuite del 2,1 per cento. Alla fine dello scorso anno esse rappresentavano il 23,7 per cento del totale della raccolta al dettaglio, 1,4 punti percentuali in meno rispetto a dicembre del 2011. I depositi di famiglie e imprese residenti (i cui rendimenti hanno beneficiato di una riduzione della tassazione dal 27 al 20 per cento) sono invece cresciuti. L'aumento ha riguardato quelli con durata prestabilita (55,3 e 101,2 per cento per imprese e famiglie, rispettivamente) e, in misura minore, quelli rimborsabili con preavviso. Sono invece diminuiti i pronti contro termine e i depositi in conto corrente.

Le imprese hanno nel complesso aumentato i depositi presso le banche italiane. Tale andamento è riconducibile alle imprese che presentavano condizioni finanziarie più solide. Tra queste, talune hanno registrato eccessi di liquidità connessi con la riduzione dei piani di investimento; altre hanno accumulato precauzionalmente liquidità per prevenire eventuali future difficoltà di accesso al credito (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese).

La raccolta al dettaglio ha continuato a crescere anche nei primi mesi del 2013; in marzo era superiore del 3,4 per cento rispetto a dodici mesi prima.

Alla fine del 2012 la quota di prestiti a clientela residente non finanziata da depositi o da obbligazioni detenute dalle famiglie (funding gap) era pari al 13,7 per cento, inferiore di quasi quattro punti percentuali rispetto a dicembre del 2011. Tale diminuzione, dovuta in parte al calo dei prestiti, ha interessato le banche appartenenti a tutte le classi dimensionali, ma è stata particolarmente pronunciata per le filiazioni di banche estere (da 36,3 a 29,6 per cento), per le banche piccole (da 3,8 a -3,1 per cento) e per i primi cinque gruppi (da 21,3 a 17,2 per cento). A dicembre del 2012 il funding gap era negativo per le banche piccole e per quelle minori.

La posizione di liquidità. – La liquidità a breve termine delle banche italiane è migliorata. La rilevazione effettuata settimanalmente dalla Banca d'Italia presso 33 gruppi bancari residenti indica che la posizione netta di liquidità, pari alla somma algebrica dei flussi di cassa attesi e delle riserve liquide disponibili su un orizzonte temporale mensile, è pressoché raddoppiata nel 2012 all'8,9 per cento. La posizione netta di liquidità ha continuato a migliorare anche nei primi mesi dell'anno in corso. Da febbraio ad aprile si è collocata su livelli di poco superiori al 10 per cento; al netto dei titoli bancari assistiti da garanzia statale sarebbe inferiore di circa due punti percentuali.

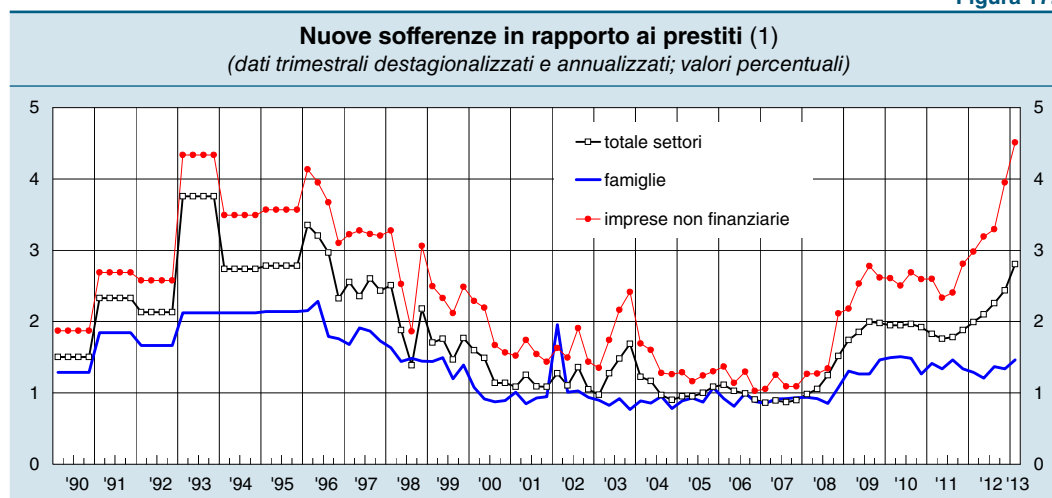
Entro la fine del 2014 dovranno essere rimborsate obbligazioni all'ingrosso per circa 85 miliardi. I gruppi bancari italiani potranno far fronte a tali scadenze anche grazie alla disponibilità di attività stanziabili per il rifinanziamento presso l'Eurosistema per circa 302 miliardi.

Il rischio di credito e il rischio paese

La qualità del credito. – Nel 2012 è proseguito il deterioramento della qualità del credito per effetto della recessione in corso. Il flusso di nuove sofferenze delle banche e delle società finanziarie operanti in Italia è stato pari a circa 39 miliardi (circa 32 nel 2011).

I nuovi ingressi in sofferenza sono progressivamente aumentati nel corso del 2012. Con riferimento al totale dell'economia, nel quarto trimestre, su base annua e al netto dei fattori stagionali, essi hanno raggiunto il 2,4 per cento dei prestiti non in sofferenza rettificata all'inizio del periodo (1,9 nel quarto trimestre del 2011; fig. 17.4).

Figura 17.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(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 rettificate, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il peggioramento della qualità del credito è quasi interamente attribuibile ai prestiti alle imprese, il cui tasso di ingresso in sofferenza ha raggiunto il 3,9 per cento nel quarto trimestre del 2012, circa un punto percentuale in più rispetto allo stesso periodo del 2011. Si tratta di un valore elevato nel confronto storico, prossimo ai massimi raggiunti durante la recessione dei primi anni novanta. Il peggioramento è stato più accentuato per le imprese del Mezzogiorno (1,5 punti in più, al 5,8 per cento) e nel comparto dell'edilizia (2,1 punti in più, al 6,7 per cento). Per le famiglie il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è invece aumentato in misura contenuta (di 0,2 punti, all'1,5 per cento).

Il tasso di ingresso in sofferenza del credito concesso dalle banche piccole e minori ha continuato a essere leggermente più elevato di quello concesso dalle banche maggiori e medio-grandi.

Nei trimestri successivi al dissesto di Lehman Brothers il deterioramento della qualità del credito era stato particolarmente accentuato per i cinque maggiori gruppi: nel 2009 i flussi di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti concessi da questi intermediari sono risultati pari al 2,2 per cento, un valore quasi doppio rispetto a quello del 2008. Nel corso dei tre anni successivi il rapporto è rimasto sostanzialmente stabile, collocandosi al 2,3 per cento nel 2012. Il deterioramento dei prestiti delle altre categorie di banche, più contenuto nel 2009, ha subito un'accelerazione nell'ultimo anno. Nel 2012 le banche piccole e quelle minori hanno registrato un incremento rispettivamente di sette e sei decimi di punto, raggiungendo il 3,3 e il 2,8 per cento.

Alla fine del 2012 per il complesso dei gruppi e delle banche non appartenenti a gruppi l'incidenza delle posizioni deteriorate (sofferenze, incagli, ristrutturati, scaduti o sconfinanti) sul totale dei crediti verso la clientela era del 13,5 per cento, 2,3 punti percentuali in più rispetto a un anno prima (tav. 17.3). Per i crediti in sofferenza, l'incidenza era pari al 7,2 per cento: al netto delle rettifiche di valore essi rappresentavano il 29 per cento del patrimonio di vigilanza (25 per cento nel 2011).

Nel primo trimestre del 2013 il tasso di ingresso in sofferenza, su base annua e al netto dei fattori stagionali, è stato pari al 2,8 per cento, 0,4 punti percentuali in più rispetto al quarto trimestre del 2012. Il peggioramento è stato particolarmente accentuato per le imprese (4,5 per cento). L'aumento dei crediti verso clientela in temporanea difficoltà (incagli e ristrutturati) segnala che il flusso di nuove sofferenze potrebbe mantenersi elevato anche nell'anno in corso.

Tavola 17.3

Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)								
VOCI	Crediti (2)		Quota sul totale dei crediti		Tasso di copertura (3)		Quota sul totale dei crediti al netto delle rettifiche di valore	
	2012 (4)	2011	2012 (4)	2011	2012 (4)	2011	2012 (4)	
Totale sistema (5)								
Crediti verso clientela	2.132.080	100,0	100,0	4,9	5,8	100,0	100,0	
in bonis	1.844.983	88,8	86,5	0,6	0,6	92,9	91,3	
deteriorati	287.096	11,2	13,5	39,2	38,9	7,1	8,7	
sofferenze	152.590	6,2	7,2	55,7	55,0	2,9	3,4	
incagli	89.612	3,3	4,2	21,3	23,4	2,7	3,4	
esposizioni ristrutturate	21.020	1,0	1,0	17,4	22,4	0,8	0,8	
esposizioni scadute e/o sconfinanti	23.874	0,7	1,1	8,3	9,1	0,7	1,1	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
 (1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute 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.

Il tasso di copertura dei crediti deteriorati. – Per il complesso dei gruppi e delle banche non appartenenti a gruppi il tasso di copertura (dato dal rapporto tra la consistenza delle rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni deteriorate), dopo essere diminuito fino al 37,4 per cento in giugno (dal 39,2 della fine del 2011), è risalito nella seconda parte del 2012, collocandosi al 38,9 per cento in dicembre. Vi ha contribuito anche l'azione di vigilanza della Banca d'Italia sulla qualità degli attivi bancari tesa a verificare l'adeguatezza dei tassi di copertura.

Nella seconda parte del 2012 la Banca d'Italia ha avviato un ciclo di ispezioni mirate su 20 gruppi bancari che presentavano tassi di copertura dei crediti deteriorati (esclusi i crediti scaduti o sconfinanti) inferiori alla media di sistema (cfr. Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 5, 2013). Anche in seguito agli accertamenti ispettivi, la differenza tra i tassi di copertura medi di sistema e quelli dei gruppi oggetto di ispezione si è notevolmente ridotta. Per questi ultimi il tasso di copertura, dopo essere diminuito dal 37,8 per cento del dicembre 2010 al 36,4 del giugno 2012, è risalito nella seconda metà del 2012, collocandosi al 39,6 per cento in dicembre. Tenendo anche conto dei cosiddetti stralci parziali (cfr. Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 4, 2012), il tasso di copertura alla fine del 2012 è aumentato al 44,1 per cento, dal 41,7 di giugno. Dal 2011 le banche hanno fatto maggiore

ricorso agli stralci parziali, anche per motivi fiscali, dato che, al contrario delle svalutazioni su crediti, gli stralci possono essere interamente dedotti dal reddito imponibile ai fini Ires, qualora le perdite risultino comprovate da elementi certi e precisi (come, ad esempio, nel caso delle procedure fallimentari). Gli accertamenti si sono conclusi e le maggiori rettifiche di valore su crediti emerse durante le verifiche mirate sono state pressoché integralmente recepite nei bilanci del 2012.

Alla fine del 2012 il tasso di copertura era inferiore di circa dieci punti percentuali rispetto ai valori osservati prima della crisi. La diminuzione riflette in parte la mutata composizione dei crediti deteriorati, in cui è ora più basso il peso delle sofferenze, caratterizzate da tassi di copertura più elevati rispetto alle altre categorie di crediti deteriorati. Vi contribuisce anche l'aumento della quota di esposizioni deteriorate assistite da garanzie reali, i cui tassi di perdita sono significativamente più bassi e i cui tassi di copertura sono conseguentemente inferiori rispetto a quelle non garantite. Dal 2007 la quota di crediti deteriorati assistiti da garanzie reali è cresciuta di dieci punti percentuali, al 45 per cento.

Nostre stime indicano che, escludendo dal complesso dei crediti deteriorati quelli interamente assistiti da garanzie reali o personali prestate da operatori del settore pubblico o finanziario, il tasso di copertura sarebbe superiore di oltre 19 punti percentuali (al 58,1 per cento).

Il tasso di copertura dei crediti deteriorati differisce sensibilmente tra banche appartenenti alle diverse classi dimensionali. Esso era pari al 41 per cento per i cinque maggiori gruppi, di poco inferiore al 38 sia per le banche grandi sia per quelle piccole e pari al 27 per le banche minori.

Il più basso tasso di copertura per le banche minori è in parte attribuibile al minor peso delle sofferenze sul totale dei crediti (6,1 per cento rispetto a 7,2 per il totale sistema): a parità di composizione dei crediti deteriorati, il tasso di copertura di questa categoria di banche risulterebbe superiore di quasi 3 punti percentuali. Inoltre le banche minori hanno una più elevata quota di finanziamenti interamente assistiti da garanzie reali o personali prestate da operatori del settore pubblico o finanziario (50 per cento, contro 33 per il totale sistema). Escludendo tali prestiti dal calcolo del tasso di copertura, è possibile stimare che esso aumenterebbe di 27 punti percentuali, al 54 per cento.

Il rischio paese. – Nel 2012 l'esposizione per cassa delle banche italiane e delle loro controllate estere verso non residenti è diminuita (-3,8 per cento). Alla fine dell'anno ammontava a 633 miliardi, pari al 23,7 per cento dell'esposizione complessiva verso residenti e non residenti. Per i primi cinque gruppi, cui è riconducibile il 93,6 per cento dell'esposizione per cassa verso l'estero, la quota di quest'ultima sulle esposizioni totali era pari in media al 33,4 per cento.

Le esposizioni maggiori riguardavano i residenti in Germania (178 miliardi), Austria (77), Polonia (36) e Regno Unito (35). L'esposizione verso i debitori residenti in Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia era contenuta (nel complesso 27 miliardi, l'1 per cento circa delle esposizioni totali verso i residenti nell'area dell'euro); quella nei confronti di Cipro era trascurabile.

Nel 2012 l'esposizione per cassa del sistema bancario italiano verso i paesi dell'Europa centrale e orientale, in larga parte riferibile ai maggiori gruppi, è aumentata del 4,3 per cento, a 171 miliardi (di cui 42 verso famiglie e 76 verso imprese).

La redditività

Nel 2012 la capacità del sistema bancario italiano di generare reddito è rimasta debole; vi hanno inciso le elevate rettifiche su crediti, che hanno eroso i risparmi derivanti dalla riduzione dei costi operativi. Valutato al netto delle poste straordinarie connesse con la svalutazione degli avviamenti, il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è sceso di 1,3 punti percentuali, allo 0,4 per cento (tav. 17.4).

Tavola 17.4

Conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (milioni di euro e variazioni percentuali)						
VOCI	Totale sistema			Maggiori gruppi (2)		
	2011	2012 (3)	Variazione percentuale	2011	2012 (3)	Variazione percentuale
Margine di interesse (a)	54.008	51.673	-4,3	32.227	29.458	-8,6
Altri ricavi (b)	37.884	43.110	13,8	23.757	25.384	6,9
di cui: <i>commissioni</i>	30.046	29.395	-2,2	18.034	17.406	-3,5
Margine di intermediazione (c=a+b)	91.892	94.782	3,1	55.984	54.842	-2,0
Costi (d)	62.363	59.670	-4,3	38.033	34.914	-8,2
di cui: <i>spese per il personale</i>	33.742	32.886	-2,5	20.687	19.739	-4,6
Risultato di gestione (e=c-d)	29.530	35.112	18,9	17.951	19.929	11,0
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	52.185	36.324	-30,4	43.476	21.705	-50,1
di cui: <i>per deterioramento di crediti</i>	19.261	30.356	57,6	12.775	18.105	41,7
Risultato operativo netto (g=e-f)	-22.656	-1.213	94,6	-25.525	-1.776	93,0
Proventi non ricorrenti (h)	-1.104	-381	65,5	-1.088	-583	46,4
Utile lordo (i=g+h)	-23.761	-1.594	93,3	-26.613	-2.359	91,1
Imposte (l)	441	-337	-176,4	-997	-989	0,9
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	63	-201	-417,3	37	-201	-637,8
Utile di pertinenza di terzi (n)	583	482	-17,4	425	384	-9,5
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n) (4)	-24.722	-1.939	92,2	-26.003	-1.955	92,5
Indicatori (valori percentuali)						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	41,2	45,5		42,4	46,3	
Cost-income ratio (5)	67,9	63,0		67,9	63,7	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	65,2	86,5		71,2	90,8	
ROE	-9,3	-0,6		-15,9	-1,1	
ROE al netto delle svalutazioni degli avviamenti	1,7	0,4		1,3	0,0	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute agli arrotondamenti. Per omogeneità nel confronto, la composizione dei gruppi bancari è quella della fine del 2012. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. –
(2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2012. – (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.

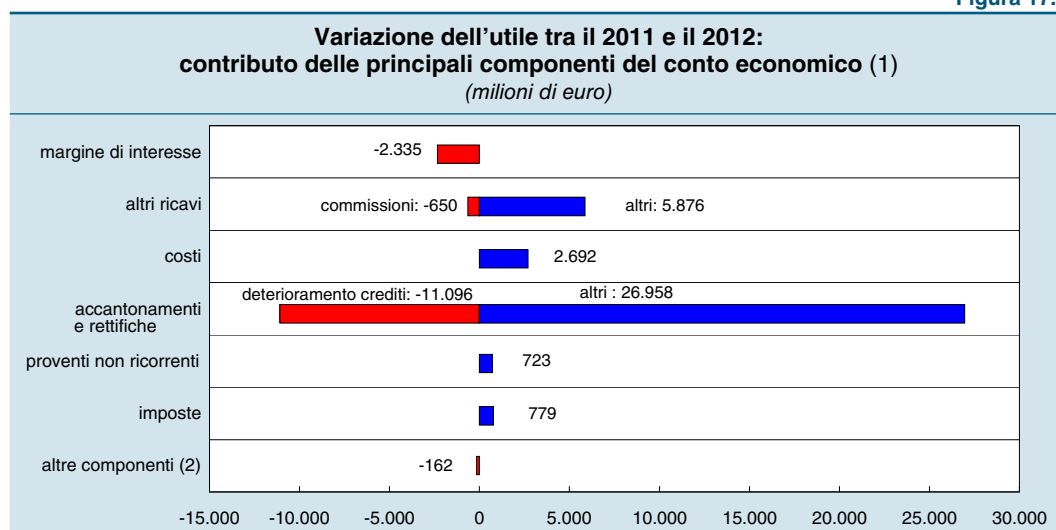
Il margine di interesse è diminuito del 4,3 per cento (-2,3 miliardi; fig. 17.5), principalmente per il calo dei volumi intermediati. Il margine di intermediazione è

aumentato (3,1 per cento), anche grazie ai ricavi dell'attività di negoziazione, che hanno beneficiato della ripresa dei mercati avvenuta nel primo e nell'ultimo trimestre del 2012, e a quelli derivanti dalla cessione di attività o riacquisto di passività finanziarie.

Il calo dei costi (4,3 per cento, a fronte di un aumento del 5,4 nel 2011) ha contribuito alla crescita del 18,9 per cento del risultato di gestione. Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione, pari al 63 per cento, è diminuito di quasi cinque punti percentuali rispetto al 2011.

Il deterioramento della qualità del credito ha determinato l'aumento delle rettifiche di valore su prestiti (57,6 per cento); vi ha anche contribuito l'azione di vigilanza volta a verificare l'adeguatezza del grado di copertura delle partite deteriorate. Le rettifiche di valore su crediti hanno assorbito l'86 per cento del risultato di gestione (65 per cento nel 2011).

Figura 17.5



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.

L'andamento delle principali voci di conto economico differisce significativamente tra le banche appartenenti alle diverse classi dimensionali. Nel 2012 il margine di interesse dei cinque maggiori gruppi bancari è diminuito dell'8,6 per cento, principalmente a causa dei minori volumi intermediati. Il calo del margine di intermediazione è stato più contenuto (-2,0 per cento), per il forte aumento dei ricavi da negoziazione e degli utili da cessione di attività o riacquisto di passività finanziarie (strumenti ibridi computati nel patrimonio supplementare). Per effetto della marcata contrazione dei costi (-8,2 per cento, -4,6 quelli per il personale) il risultato di gestione è aumentato dell'11,0 per cento. Le rettifiche di valore su crediti, cresciute del 41,7 per cento, hanno quasi interamente assorbito il risultato di gestione. Per le banche minori, invece, il margine di interesse è cresciuto del 9,3 per cento; quello di intermediazione del 19,6. Oltre al forte aumento dei ricavi da negoziazione e degli utili da cessione di attività o riacquisto di passività finanziarie, alla crescita del margine di intermediazione hanno contribuito le maggiori commissioni nette (3,5 per cento). I costi sono cresciuti del 3,1 per cento (del 2,8 quelli per il personale). Le svalutazioni su crediti sono aumentate del 78,6 per cento, più della media del sistema. Il rapporto tra le rettifiche su crediti e il risultato di gestione, pari al 69 per cento, è stato tuttavia inferiore alla media del sistema.

Nel 2012 tre dei cinque maggiori gruppi bancari hanno chiuso il bilancio in utile e hanno distribuito dividendi per una quota pari al 55 per cento dell'utile, inferiore di oltre dieci punti percentuali rispetto alla media del biennio precedente la crisi (2006-07).

Nel 2012 la redditività operativa dei primi due gruppi italiani, misurata dal rapporto tra il risultato operativo (al netto delle svalutazioni sugli avviamenti) e la somma di capitale e riserve, è stata superiore a quella registrata da un campione di 11 grandi banche europee (rispettivamente 4 e 3 per cento; cfr. il paragrafo: Il patrimonio). Il margine di interesse e le commissioni si sono ridotti per entrambe le classi di intermediari, ma in misura maggiore per quelli italiani. Alla più elevata redditività operativa di questi ultimi hanno contribuito i ricavi da negoziazione, in aumento per le banche italiane e in calo per quelle europee, e i costi, in diminuzione del 2,9 per cento per le banche italiane, in crescita del 2,3 per cento per quelle europee. Il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione è risultato pari al 61 per cento per le banche italiane, contro il 74 per le europee.

Il patrimonio

Nel corso del 2012 il sistema bancario italiano ha aumentato le componenti del capitale di migliore qualità e contratto gli attivi ponderati per il rischio, migliorando i coefficienti patrimoniali.

Le prove di stress condotte nell'ambito del programma di valutazione del settore finanziario del Fondo monetario internazionale (Financial Sector Assessment Program) indicano che, grazie al rafforzamento patrimoniale realizzato negli ultimi anni, il sistema bancario italiano sarebbe in grado di resistere a shock macroeconomici avversi (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012).

Il patrimonio e le attività ponderate per il rischio. – Alla fine del 2012 il patrimonio di vigilanza consolidato era pari a 235 miliardi, in flessione dell'1,3 per cento rispetto al 2011 (tav. 17.5). La componente di base (tier 1) è cresciuta di 5 miliardi, a 189 miliardi, principalmente per effetto dell'aumento di capitale realizzato da uno dei cinque maggiori gruppi. L'apporto di nuove risorse ha più che compensato le perdite subite nel corso del 2012. Il patrimonio supplementare si è ridotto di 8 miliardi, a 51 miliardi (-13,4 per cento), per effetto del mancato rinnovo e del riacquisto di strumenti ibridi da parte dei maggiori gruppi.

Tavola 17.5

Adeguatezza patrimoniale delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (dati di fine periodo in milioni di euro)				
VOCI	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2011	2012	2011	2012
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	2.225	2.739	31	1.235
Patrimonio di vigilanza	238.253	235.136	142.635	137.643
Coefficiente relativo al core tier 1 (valori percentuali)	9,3	10,7	8,9	10,9
Coefficiente relativo al tier 1 (valori percentuali)	10,0	11,1	10,0	11,6
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	13,0	13,8	13,3	14,5
Leva finanziaria (3) (4)	17	18	19	19
Eccedenze patrimoniali	91.388	99.135	56.888	61.677

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*. I dati relativi a dicembre del 2012 tengono conto dell'emissione dei cosiddetti Monti bond da parte del gruppo MPS avvenuta nel mese di febbraio 2013. – (2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2012. – (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 si sono ridotte di oltre sette punti percentuali. Vi hanno contribuito sia l'introduzione di modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali da parte di alcuni grandi gruppi e la graduale estensione del loro perimetro di applicazione (a conclusione di un processo avviato da tempo e sottoposto al vaglio della Banca d'Italia), sia la ricomposizione del portafoglio verso attività caratterizzate da un minore assorbimento patrimoniale. La riduzione degli attivi ponderati per il rischio è stata particolarmente accentuata per i primi cinque gruppi bancari (-11,3 per cento).

I coefficienti patrimoniali. – Il rafforzamento della dotazione patrimoniale di migliore qualità (core tier 1) e la riduzione delle attività ponderate per il rischio hanno determinato un miglioramento dei coefficienti patrimoniali. Tenendo conto anche dell'emissione da parte di Banca Monte dei Paschi di Siena di titoli sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle finanze (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012 e, per un approfondimento, la nota *Principali interventi di vigilanza sul Gruppo Monte dei Paschi di Siena* del 28 gennaio 2013, pubblicata sul sito internet della Banca d'Italia) nel 2012 il core tier 1 ratio sarebbe aumentato di 1,4 punti percentuali, al 10,7 per cento. Il tier 1 ratio e il coefficiente complessivo (total capital ratio) sarebbero cresciuti, rispettivamente, all'11,1 e al 13,8 per cento (1,1 e 0,8 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2011).

Alla fine dello scorso anno il core tier 1 ratio dei cinque maggiori gruppi era pari, in media, al 10,9 per cento (8,9 alla fine del 2011); il tier 1 ratio e il total capital ratio rispettivamente all'11,6 e al 14,5 per cento (10,0 e 13,3 per cento alla fine del 2011). Il core tier 1 ratio delle banche popolari, ad esclusione di quelle appartenenti ai primi cinque gruppi, è aumentato dall'8,5 all'8,8 per cento; quello delle banche di credito cooperativo è cresciuto di un decimo di punto percentuale, al 14,1 per cento. La dotazione patrimoniale di quest'ultima categoria di banche rimane ampia, sebbene la debole dinamica della redditività ne stia riducendo la capacità di autofinanziamento.

Prosegue la convergenza tra il livello di patrimonializzazione dei due maggiori gruppi italiani e quello di un campione di 11 grandi banche europee paragonabili ai primi sia per modello di attività (caratterizzato, tra l'altro, da una significativa presenza internazionale) sia per dimensione (attivo di bilancio superiore a 600 miliardi di euro). Alla fine del 2012 il tier 1 ratio del campione europeo era pari, in media, al 13,3 per cento (11,7 per i due gruppi italiani). La leva finanziaria, misurata dal rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio non ponderato per il rischio e il patrimonio di base, era invece considerevolmente inferiore per le due banche italiane rispetto a quelle europee (rispettivamente 19 e 28).

Le prospettive di rafforzamento patrimoniale. – Nel primo trimestre del 2013 i coefficienti patrimoniali dei cinque maggiori gruppi sono rimasti sostanzialmente stabili. Secondo le ultime informative al mercato, alla fine di marzo il core tier 1 ratio era pari al 10,8 per cento; il tier 1 ratio e il total capital ratio erano pari, rispettivamente, all'11,5 e al 14,4 per cento.

Nel 2012 è proseguito l'avvicinamento delle banche italiane ai nuovi requisiti patrimoniali previsti dalla disciplina di Basilea 3, sebbene a un ritmo inferiore rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012).

Alla fine dello scorso anno i dati relativi ai 13 gruppi bancari che partecipano al monitoraggio internazionale degli standard di Basilea 3 indicano un ulteriore, seppur lieve, miglioramento della posizione delle banche del campione rispetto al requisito del 7 per cento di common equity tier 1 ratio (minimo regolamentare del 4,5 per cento incrementato di un ulteriore 2,5 per cento corrispondente al capital conservation buffer). Simulando le norme a regime, infatti, il fabbisogno complessivo di capitale di qualità primaria per le banche del campione che non rispettano ancora il requisito ammonterebbe a 8,8 miliardi (era di 9,4 a giugno del 2012). Gli altri intermediari del campione avrebbero, invece, un'ampia eccedenza di capitale.

L'attività degli intermediari non bancari

Nel corso del 2012 la redditività delle società di gestione del risparmio e delle società di intermediazione mobiliare ha beneficiato della ripresa dei mercati finanziari; le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale hanno invece registrato una flessione degli utili e dei volumi operativi, accompagnata da un incremento della rischiosità degli impieghi.

Le società di gestione del risparmio (SGR). – Nel 2012 l'utile netto complessivo delle SGR, pari a 510 milioni, è aumentato del 32,5 per cento rispetto all'anno precedente (tav. 17.6). Si è registrato un aumento del margine lordo della gestione caratteristica dovuto: al lieve incremento delle commissioni attive (connesso con l'andamento favorevole dei mercati nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno); alla riduzione di quelle passive; alla continua azione di contenimento dei costi operativi, anche a seguito di operazioni di riassetto societario e di gruppo. Vi è stato, inoltre, un miglioramento del risultato della gestione finanziaria, grazie a una riduzione delle perdite su partecipazioni e a un incremento dei proventi da negoziazione.

Tavola 17.6

SGR: dati di conto economico					
<i>(consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)</i>					
VOCI	dicembre 2011		dicembre 2012		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	3.958	236,5	4.021	225,9	1,58
Commissioni passive	2.284	136,5	2.241	125,9	-1,92
Margine lordo della gestione caratteristica (2)	1.674	100,0	1.780	100,0	6,35
Spese amministrative	1.141	68,2	1.083	60,9	-5,05
di cui: <i>per il personale</i>	612	36,6	589	33,1	-3,80
Altri oneri di gestione	20	1,2	42	2,4	108,72
Totale costi operativi (3)	1.227	73,3	1.178	66,2	-3,97
Altri proventi di gestione	89	5,3	89	5,0	0,20
Risultato della gestione caratteristica	537	32,1	690	38,8	28,56
Risultato della gestione finanziaria	74	4,4	103	5,8	39,86
Risultato delle attività ordinarie	611	36,5	794	44,6	29,93
Imposte	226	13,5	284	15,9	25,58
Utile netto (perdita) di esercizio	385	23,0	510	28,7	32,48

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.

Il risultato netto delle SGR specializzate nella gestione di fondi aperti e di patrimoni su base individuale, pari a 416 milioni, è aumentato del 40 per cento, anche per il forte incremento delle commissioni di incentivo. Va peraltro rilevato il maggior peso della componente fiscale, in buona parte di natura straordinaria e connessa con accertamenti dell'Agenzia delle Entrate riguardanti redditi in precedenza imputati a strutture di gruppo transfrontaliere.

Il risultato della gestione caratteristica delle SGR operanti nel comparto dei fondi chiusi immobiliari non ha subito variazioni di rilievo; il margine lordo è lievemente cresciuto (2,3 per cento). Sul complessivo aumento dell'utile netto, pari a 61 milioni, ha influito il minor peso delle imposte rispetto all'anno precedente.

Nonostante la contrazione dei costi operativi, l'utile complessivo delle società che gestiscono fondi di private equity è diminuito del 17 per cento circa a causa della riduzione delle commissioni attive. Il dato riflette la conclusione del periodo di investimento di molti fondi, che comporta nella maggioranza dei casi un abbassamento delle aliquote commissionali.

Il 20 per cento circa delle SGR (in prevalenza specializzate nel comparto immobiliare) ha chiuso l'esercizio in perdita (34 per cento nel 2011); tra queste circa un terzo è in uscita dal mercato. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale complessivo si è ridotto rispetto all'anno precedente (da 5,1 a 4,6). Vi ha contribuito, oltre a un limitato incremento del requisito, la riduzione della dotazione patrimoniale, prevalentemente dovuta a operazioni straordinarie di distribuzione di riserve e di utili pregressi da parte di intermediari operanti nel comparto dei fondi aperti.

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – L'utile netto complessivo delle SIM è risultato di 125 milioni, in aumento del 40 per cento rispetto al 2011. A fronte di una contenuta crescita dei costi (4 per cento), all'aumento dell'utile hanno contribuito i risultati positivi della negoziazione in conto proprio e i maggiori ricavi per le attività di gestione di portafogli e di collocamento titoli. Il rapporto tra costi e ricavi è diminuito dal 76 al 68 per cento.

Il patrimonio di vigilanza delle SIM, costituito quasi esclusivamente da elementi di qualità primaria (capitale e riserve), è aumentato del 4 per cento rispetto al 2011; l'aumento dei rischi, in particolare di quello di credito, ha comportato una lieve crescita anche dei requisiti patrimoniali: alla fine del 2012 il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il requisito complessivo era pari a 4,8 (4,5 nel 2011).

Gli intermediari ex art. 107 TUB. – Nel 2012 il flusso dei nuovi crediti (turnover) si è ridotto dell'1,3 per cento rispetto al 2011. La contrazione è risultata più accentuata nel leasing (-26,7 per cento) rispetto a quella nel comparto del credito al consumo (-7,4 per cento). Il settore del factoring è invece cresciuto (1,3 per cento).

La qualità del credito delle società finanziarie ha continuato a peggiorare. L'incidenza dei crediti deteriorati (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturare, scadute o sconfinanti) sul totale delle esposizioni verso la clientela è cresciuta di quasi tre punti percentuali, al 13,4 per cento. Resta elevato il peso delle sofferenze, pari al 50,4 per cento del totale delle esposizioni deteriorate.

Nel 2012 nel comparto del leasing il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti si è collocato al 17,7 per cento, 4,9 punti percentuali in più rispetto alla fine del 2011, sia per la riduzione dei volumi sia per l'aumento della rischiosità. Nel comparto del factoring tale rapporto è aumentato di 1,7 punti percentuali, al 5,5 per cento. Nel settore del credito al consumo esso è aumentato di 0,9 punti percentuali, al 12,4 per cento.

Nel 2012 i confidi iscritti nell'elenco speciale hanno subito un marcato incremento della rischio-sità: l'incidenza delle garanzie deteriorate sul totale delle garanzie rilasciate ha raggiunto il 19,1 per cento (6,3 nel 2011). A fronte di una riduzione dell'ammontare delle garanzie rilasciate alle piccole e medie imprese (-4,0 per cento), quelle deteriorate sono aumentate del 64,7 per cento. Tale incremento è attribuibile, da una parte, all'effettivo stato di difficoltà delle imprese garantite e, dall'altra, al maggiore presidio rispetto al passato del deterioramento dei profili di rischio creditizio da parte dei confidi.

Le società dell'elenco speciale hanno chiuso il 2012 con un utile in flessione del 19,5 per cento rispetto al 2011. Vi hanno inciso la riduzione del flusso commissionale (-5,4 per cento) e l'incremento delle perdite nette su crediti (30,6 per cento). Il numero di intermediari in perdita, in prevalenza operativi nei comparti del leasing e del rilascio delle garanzie collettive dei fidi, è aumentato da 67 a 82.

Oltre la metà dei confidi ha registrato a fine esercizio un risultato reddituale negativo; la perdita complessiva rispetto all'anno precedente si è ampliata dell'89,7 per cento; il margine di intermediazione, in aumento rispetto al 2011, è stato completamente assorbito dai costi operativi e dalle rettifiche di valore su crediti.

L'ammontare complessivo del patrimonio di vigilanza degli intermediari che erogano finanziamenti nelle forme del leasing, del factoring e del credito al consumo è cresciuto del 2,6 per cento; anche il totale dei requisiti patrimoniali è in leggero aumento (0,4 punti percentuali). In seguito a tali andamenti il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e i requisiti patrimoniali complessivi è rimasto sostanzialmente stabile (1,5).

Il livello di patrimonializzazione dei confidi è risultato, in media, adeguato a fronteggiare i rischi assunti: il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio è infatti pari al 14,6 per cento. Tuttavia l'equilibrio patrimoniale dei confidi si basa, in larga parte, sui contributi erogati dagli enti pubblici, che rafforzano il patrimonio di vigilanza, e sul ricorso ai meccanismi di controgaranzia a valere sul fondo centrale di garanzia gestito dal MedioCredito Centrale, che permette la riduzione delle attività ponderate per il rischio.

18. L'ATTIVITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2012 il settore degli investitori istituzionali italiani ha registrato un deflusso netto di risorse per 18 miliardi, notevolmente inferiore a quello dell'anno precedente (34 miliardi; tav. 18.1). Riscatti netti si sono registrati per i fondi comuni di diritto italiano, i prodotti assicurativi del ramo vita e le gestioni patrimoniali. Il patrimonio complessivo è aumentato del 18 per cento, a 1.000 miliardi, principalmente per effetto del conferimento a una SGR italiana delle gestioni estere di un primario gruppo assicurativo e, in misura minore, dei rendimenti positivi delle attività in gestione. Alla fine del 2012 il patrimonio degli investitori istituzionali era pari al 66 per cento del PIL; il risparmio gestito rappresentava il 24 per cento delle attività finanziarie delle famiglie (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			
	2011	2012 (1)	2011	2012 (1)	Quote percentuali	
					2011	2012 (1)
Fondi comuni (2)	-29.681	-10.962	191.988	189.523	16,4	13,8
Assicurazioni (3)	9.910	4.300	476.991	486.208	40,8	35,5
Fondi pensione (4)	5.250	4.953	60.038	68.989	5,2	5,0
Gestioni patrimoniali	-15.645	-11.473	438.884	625.182	37,6	45,6
Totale	-30.166	-13.182	1.167.901	1.369.902	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	-34.153	-17.968	882.114	1.037.902	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,1</i>	<i>55,9</i>	<i>66,3</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip e Ivass.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR, delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

La congiuntura economica negativa ha alimentato le richieste di rimborso anticipato e mantenuto esigui gli investimenti in attività finanziarie da parte delle famiglie. Il risparmio gestito ha risentito anche dei minori collocamenti effettuati attraverso gli sportelli bancari. La raccolta netta ha registrato una ripresa nella seconda parte dell'anno, grazie al miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari.

Nel settore dei fondi comuni aperti la quota di mercato dei gruppi italiani ha continuato a ridursi. È proseguita la ricomposizione a favore dei prodotti di diritto estero, il cui peso sul patrimonio complessivo dei fondi collocati in Italia è cresciuto dal 63 al 67 per cento. In seguito al recepimento della disciplina comunitaria in materia

di organismi di investimento collettivo del risparmio (direttiva CE 13 luglio 2009, n. 65, UCITS4), che ha introdotto il cosiddetto passaporto europeo per le società di gestione, alcuni gruppi italiani hanno localizzato in Italia la gestione di fondi esteri.

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	10,5	9,7	10,5	11,6	9,9	4,4	10,7
	2012 (5)	7,2	7,0	8,5	6,3	7,2	3,0	11,8
Assicurazioni e fondi pensione	2006	11,6	33,9	32,5	13,6	27,6	53,4	26,8
	2012 (5)	14,1	36,9	35,9	15,0	31,7	53,4	26,4
di cui: <i>fondi pensione</i>	2006	0,9	3,6	15,0	5,9	....	....	18,9
	2012 (5)	1,8	4,0	17,9	6,1	....	....	18,1
Totale (4)	2006	22,1	43,6	43,0	25,1	37,5	57,8	37,5
	2012 (5)	24,1	44,0	44,5	21,3	38,9	56,4	38,2
<i>in % del PIL</i>	2006	57,1	84,7	78,5	47,2	77,5	168,0	136,4
	2012 (5)	57,0	91,7	83,0	36,2	80,7	167,1	131,0

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Banco de España, BCE, Deutsche Bundesbank, 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) I dati sui fondi pensione di Francia e Germania si riferiscono al 4° trimestre del 2011.

Tavola 18.3

Principali attività finanziarie degli investitori istituzionali (1) (quote percentuali)								
VOCI	2011				2012			
	Fondi comuni (2)	Fondi pensione (3)	Assicurazioni (3)	Gestioni patrimoniali (4)	Fondi comuni (2)	Fondi pensione (3)	Assicurazioni (3)	Gestioni patrimoniali (4)
Titoli di Stato	53	51	63	45	50	50	66	41
di cui: <i>italiani</i>	73	53	90	88	72	50	92	81
Obbligazioni	15	10	25	18	17	10	24	26
di cui: <i>italiane</i>	27	17	31	33	26	20	34	20
Azioni	22	13	4	11	21	15	4	7
di cui: <i>italiane</i>	12	5	62	48	13	6	66	38
Quote di fondi comuni	6	13	6	23	6	14	5	22
Altre attività finanziarie	4	12	1	4	7	11	1	5
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>in milioni di euro</i>	131.617	57.103	350.131	438.905	129.462	66.423	362.665	625.477

Fonte: Banca d'Italia, Covip e Ivass.
(1) Attivi al valore di bilancio. Investimenti a copertura delle riserve tecniche dei rami danni e dei prodotti tradizionali del ramo vita (classe C) per le assicurazioni; patrimonio gestito per i fondi comuni, le gestioni patrimoniali e i fondi pensione. – (2) Fondi comuni armonizzati di diritto italiano. – (3) È incluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. Per il 2012, dati provvisori. – (4) Le differenze tra il 2011 e il 2012 sono in parte dovute alla riorganizzazione del gruppo Generali che ha accentrato le gestioni estere presso la società di gestione italiana.

Tra i prodotti assicurativi del ramo vita, i deflussi netti hanno riguardato principalmente le polizze unit e index-linked, mentre è stata positiva la raccolta delle polizze rivalutabili, con garanzia di un rendimento minimo. Nel comparto del risparmio previdenziale è proseguita l'espansione dei prodotti di natura assicurativa. Il numero degli iscritti e il flusso delle contribuzioni dei fondi pensione sono rimasti pressoché invariati, sebbene sia cresciuto il numero degli aderenti che hanno sospeso i versamenti.

Nel confronto internazionale i portafogli degli investitori istituzionali italiani sono caratterizzati da una quota elevata di titoli pubblici, in gran parte italiani. Le quote investite in titoli azionari e obbligazioni societarie sono relativamente contenute, pari rispettivamente al 4 e al 24 per cento per le assicurazioni e al 15 e al 10 per cento per i fondi pensione (tav. 18.3); esigui sono inoltre gli investimenti in titoli non quotati e in fondi comuni chiusi, tra cui quelli di private equity e venture capital.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio. – Nel 2012 si è più che dimezzato il deflusso netto di risorse dai fondi aperti di diritto italiano (14 miliardi, da 34 nel 2011; tav. 18.4); è tornata ad aumentare la raccolta netta dei fondi esteri collocati in Italia (da 1 a 15 miliardi). Tra questi ultimi l'aumento ha riguardato sia i fondi promossi da gruppi italiani sia quelli riconducibili a gruppi esteri. Il patrimonio complessivo dei fondi collocati in Italia è cresciuto di circa il 10 per cento, a 457 miliardi, principalmente per effetto delle rivalutazioni delle attività in portafoglio.

I disinvestimenti netti hanno interessato prevalentemente i comparti monetario e azionario e i fondi non armonizzati (tra cui gli speculativi). Cospicui afflussi di risorse si sono invece osservati nei comparti obbligazionari che seguono una strategia di investimento flessibile e in quelli specializzati in obbligazioni societarie o dei paesi emergenti. Una raccolta positiva si è osservata anche tra i fondi che investono in titoli di Stato italiani.

Questa ricomposizione di portafoglio è stata favorita dai bassi tassi di interesse sulle attività a breve termine e sui titoli governativi dell'area dell'euro, che hanno spinto la domanda verso prodotti con profili di rischio e di rendimento più elevati. Il permanere delle incertezze sui mercati finanziari ha comunque indotto gli investitori a contenere l'esposizione ai rischi del mercato azionario.

Tra i fondi aperti di diritto italiano, il 76 per cento del patrimonio fa capo a quelli promossi da gruppi bancari nazionali (79 per cento nel 2011). Per questi fondi il deflusso netto di risorse è stato pari al 16 per cento del patrimonio gestito, contro il 14 per cento degli altri fondi. La quota della raccolta lorda dei fondi aperti effettuata attraverso le reti bancarie si è ridotta (dall'81 al 77 per cento) a vantaggio di quella relativa a canali di collocamento diretti (dal 14 al 18); è rimasta pressoché costante la parte riferita a SIM e a imprese estere.

La raccolta netta dei fondi armonizzati è stata negativa anche in Francia e in Germania (tav. 18.5), riflettendo in parte un processo di riorganizzazione del settore a favore dei fondi irlandesi e lussemburghesi. Afflussi netti di risorse si sono registrati nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

La raccolta netta dei fondi chiusi immobiliari, definita come il flusso dei nuovi investimenti al netto dei rimborsi, si è ridotta da 4,7 a 2,7 miliardi; quella dei fondi chiusi mobiliari (principalmente fondi di private equity) è stata pari a 781 milioni.

Tavola 18.4

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta (3)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Fondi aperti armonizzati	609	555	131.572	129.462	-29.700	-11.631
Azionari	165	129	19.145	17.943	-1.905	-2.748
Bilanciati	50	36	10.127	8.079	-1.915	-1.971
Obbligazionari	195	196	60.116	71.566	-13.920	52
Monetari	27	20	25.621	13.899	-8.082	-4.076
Flessibili	172	174	16.564	17.975	-3.877	-2.889
Fondi aperti non armonizzati	202	188	22.093	20.331	-4.795	-2.844
Fondi aperti speculativi (4)	120	99	8.051	6.225	-1.676	-1.805
di cui: <i>fondi di fondi</i>	98	80	6.558	5.079	-1.333	-1.439
Altri tipi di fondi aperti	82	89	14.042	14.106	-3.119	-1.039
di cui: <i>fondi di fondi</i>	50	48	6.203	6.263	-253	-702
Totale fondi aperti	811	743	153.665	149.793	-34.495	-14.475
Fondi chiusi mobiliari	133	139	6.972	8.146	103	781
di cui: <i>riservati</i>	126	134	6.775	7.984	123	794
Fondi chiusi immobiliari	329	353	31.351	31.584	4.711	2.732
di cui: <i>riservati</i>	301	326	25.549	26.487	4.382	2.800
Totale fondi chiusi	462	492	38.323	39.730	4.814	3.513
Totale	1.273	1.235	191.988	189.523	-29.681	-10.962
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri (5)	2.887	3.165	260.290	307.421	1.140	14.971
Istituiti da intermediari italiani (6)	895	1.004	163.233	187.602	-3.974	4.617
di cui: <i>speculativi</i>	23	29	1.826	1.405	-616	-441
Istituiti da intermediari stranieri	1.992	2.161	97.057	119.819	5.114	10.354

Fonte: Assogestioni e Banca d'Italia.
(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.

Il rendimento e le commissioni. – Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto delle commissioni, è tornato positivo (8,2 per cento, -3,2 nel 2011; tav. 18.6), riflettendo il rialzo delle quotazioni sui principali mercati finanziari nella seconda metà dell'anno. I guadagni hanno riguardato tutti i principali comparti.

L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo dei fondi comuni armonizzati (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) è tornata ad aumentare per la prima volta dal 2009 (dall'1,7 all'1,8 per cento; fig. 18.1), per effetto delle maggiori provvigioni di incentivo. Secondo dati di Borsa Italiana, l'incidenza delle commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di *exchange-traded funds* (ETF) è rimasta pressoché costante, allo 0,4 per cento del patrimonio.

Tavola 18.5

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	Area dell'euro (2)	Regno Unito	Stati Uniti		
VOCI										
						di cui: controllati da inter- mediari italiani				
Raccolta netta (milioni di euro)										
Totale	2011	-29.700	-90.900	-3.708	37.935	-3.974	-112.412	13.059	-70.116	
	2012	-11.631	-24.100	-350	187.485	4.617	141.610	24.965	139.452	
Azionari	2011	-1.905	-27.200	2.619	-24.637	-2.309	-59.244	1.009	-92.172	
	2012	-2.748	-33.700	-1.956	17.649	-3.026	-25.406	15.197	-118.961	
Bilanciati (3)	2011	-5.792	-4.300	-3.152	31.092	6.352	7.203	8.865	21.235	
	2012	-4.860	-7.700	918	37.451	144	23.008	2.086	22.998	
Obbligazionari	2011	-13.920	-9.400	-2.958	7.264	-5.117	-24.985	2.665	89.867	
	2012	52	3.400	1.605	169.635	12.743	174.600	7.718	236.323	
Monetari	2011	-8.082	-50.000	-217	24.216	-2.900	-35.386	519	-89.046	
	2012	-4.076	13.900	-917	-37.249	-5.244	-30.591	-35	-908	
Patrimonio netto di fine anno (miliardi di euro)										
Totale	2011	132	1.068	226	2.580	168	4.283	648	8.702	
	2012	129	1.116	248	2.970	209	4.760	759	10.083	
<i>in % del PIL</i>	<i>2011</i>	<i>8,3</i>	<i>53,5</i>	<i>8,7</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>45,5</i>	<i>37,1</i>	<i>77,1</i>	
	<i>2012</i>	<i>8,3</i>	<i>55,0</i>	<i>9,4</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>50,2</i>	<i>41,0</i>	<i>83,2</i>	

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni, Banca d'Italia, EFAMA e Investment Company Institute.

(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, i dati non includono Belgio, Irlanda, Slovenia, Slovacchia, Cipro e Malta. – (3) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

L'industria italiana dei fondi comuni. – La quota dei fondi promossi da gruppi italiani sul patrimonio complessivo dei fondi collocati in Italia si è ulteriormente ridotta (dal 73 al 71 per cento); alla fine del 2012 i gruppi italiani gestivano circa il 7 per cento del patrimonio dei fondi aperti europei.

Tra i fondi collocati nel nostro paese è continuato ad aumentare il peso di quelli esteri (dal 63 al 67 per cento), in gran parte di diritto lussemburghese. Nel corso degli ultimi quindici anni il Lussemburgo si è affermato come una delle piazze finanziarie principali per i fondi comuni, grazie a un regime fiscale vantaggioso per le società di gestione, una regolamentazione meno restrittiva di quella di altri paesi europei, economie connesse con un'ampia offerta di servizi di investimento e di professionalità specialistiche. Alla fine del 2012 sul totale dei fondi domiciliati in Lussemburgo la quota di quelli riferiti a società di gestione tedesche era pari al 16 per cento; il peso dei fondi di società francesi e italiane era, per entrambe, il 7 per cento.

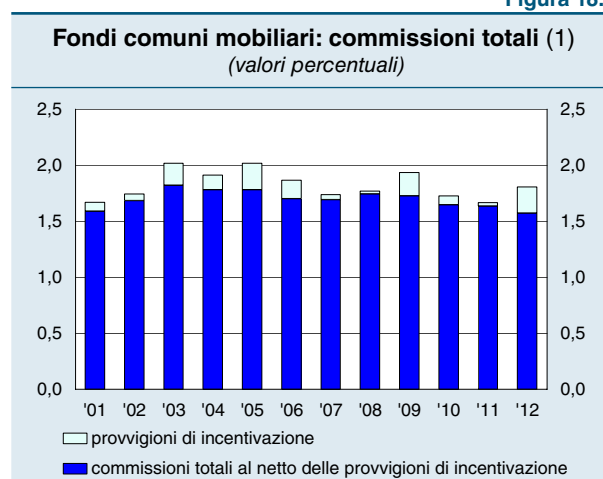
Tavola 18.6

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	-12,1	-4,8	-0,2	-19,2	-1,8	-5,5	-6,4	2,0	10,7	
2012	8,2	12,3	9,9	8,1	13,9	14,3	19,8	13,6	6,0	-0,4	

Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.
 (1) Rendimenti a 12 mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. – (2) Fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. Dati al netto delle commissioni e, fino al 30 giugno 2011, delle imposte. – (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.

Nel 2012 il numero di fondi aperti di diritto italiano è diminuito da 811 a 743; per effetto del processo di consolidamento la dimensione media è aumentata, passando da 189 a 202 milioni. La contrazione dell'offerta ha riguardato tutti i principali comparti, ad eccezione di quelli obbligazionario e flessibile. Nella seconda parte dell'anno si è registrato un aumento dell'offerta di fondi a scadenza predefinita, favorita dall'introduzione nella normativa di una commissione di collocamento (pagata dal fondo al momento dell'avvio e ammortizzata negli anni successivi). I fondi di diritto estero sono aumentati da 2.887 a 3.165 unità; i nuovi fondi appartengono in prevalenza ai comparti flessibili e a quelli specializzati nei titoli dei paesi emergenti, per i quali è stato maggiore l'interesse degli investitori.

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.

In seguito al recepimento della direttiva europea UCITS4, che consente alle società di gestione di istituire fondi di diritto estero, si è avviato un processo di riorganizzazione all'interno dei principali gruppi. Nel 2102 Pioneer e Generali hanno accentrato in Italia la gestione di 82 fondi esteri, per un patrimonio complessivo di circa 16 miliardi.

Il numero di ETF quotati presso la borsa italiana, tutti promossi da intermediari esteri, è aumentato da 570 a 617; il patrimonio complessivo, calcolato sulla base delle quote depositate presso Monte Titoli, ha raggiunto i 18 miliardi (17 nel 2011). Tra gli ETF il numero di quelli strutturati è rimasto sostanzialmente invariato, a 72 unità, con un patrimonio totale di circa 900 milioni; il numero degli ETF collegati ai prezzi delle materie prime è passato da 88 a 172 (il patrimonio da 1,9 a 2,5 miliardi).

È continuata l'espansione dei fondi chiusi immobiliari, aumentati da 329 a 353 unità. Come negli anni precedenti, il fenomeno ha riguardato i soli fondi riservati agli investitori qualificati, in gran parte per effetto del conferimento dei portafogli immobiliari di enti previdenziali, compagnie assicurative e banche. Alla fine del 2012 gli attivi dei fondi riservati erano il 69 per cento del totale, quelli dei fondi retail il 15 per cento; la parte restante era costituita da fondi speculativi. La redditività dei fondi immobiliari ha continuato a risentire della fase congiunturale negativa e, in particolare, delle difficoltà di smobilizzo degli attivi in portafoglio.

Le gestioni patrimoniali

La raccolta e il patrimonio. – Anche nel 2012 le gestioni patrimoniali di intermediari italiani (banche, SGR e SIM) hanno registrato una raccolta netta negativa (-11 miliardi, -16 nel 2011). I riscatti si sono concentrati nelle gestioni riconducibili a gruppi bancari e hanno interessato sia la clientela al dettaglio sia quella istituzionale. Il valore complessivo delle attività è aumentato da 439 a 625 miliardi, principalmente per effetto del conferimento delle gestioni estere del gruppo Generali alla SGR italiana. Vi ha contribuito, in misura minore, il rendimento positivo delle attività in portafoglio.

Le gestioni patrimoniali riconducibili a gruppi bancari italiani, direttamente o per il tramite di SGR controllate, hanno registrato un deflusso netto di risorse pari all'8 per cento delle attività gestite, contro un afflusso pari al 10 per cento delle altre gestioni. La quota delle attività facente capo agli intermediari bancari sul totale delle gestioni si è ridotta dal 60 al 42 per cento; la parte restante è relativa a SIM e a SGR non bancarie.

Sulla base di dati diffusi da Assogestioni, che includono le gestioni italiane di società non residenti, la raccolta netta riconducibile a gruppi esteri è stata negativa (-11 miliardi). La quota dei gruppi stranieri sul patrimonio complessivo delle gestioni patrimoniali è passata dal 19 al 13 per cento.

Gli investimenti e il rendimento. – Le gestioni patrimoniali hanno effettuato considerevoli acquisti netti di titoli di Stato italiani, a fronte di vendite nette di obbligazioni italiane ed estere e di azioni. Alla fine del 2012 le quote di titoli di Stato e obbligazioni sul patrimonio gestito erano pari, rispettivamente, al 41 e al 26 per cento, quelle di azioni e fondi comuni al 7 e al 22 (cfr. tav. 18.3).

Nel 2012 il rendimento delle gestioni italiane, misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato dal flusso della raccolta e dagli effetti del riassetto delle gestioni del gruppo Generali, è stato pari al 6,2 per cento (-2,8 per cento nel 2011), inferiore a quello del complesso dei fondi comuni.

Le compagnie di assicurazione

La raccolta e le riserve tecniche. – La raccolta netta del ramo vita, dopo essersi pressoché annullata nel 2011, è divenuta negativa (-5,3 miliardi; fig. 18.2); le richieste di rimborso anticipato da parte dei sottoscrittori hanno continuato a registrare valori elevati. I riscatti netti si sono concentrati nel comparto delle polizze unit e index-linked (-9,2 miliardi), mentre la raccolta netta delle polizze rivalutabili, pur dimezzandosi, è stata positiva (6,2 miliardi). Nell'ultimo trimestre del 2012 e nei primi mesi dell'anno si è osservata una ripresa, favorita dal rialzo delle quotazioni sui mercati finanziari. Il ramo danni ha continuato a registrare un afflusso netto positivo (9,6 miliardi); il comparto della responsabilità civile automobilistica,

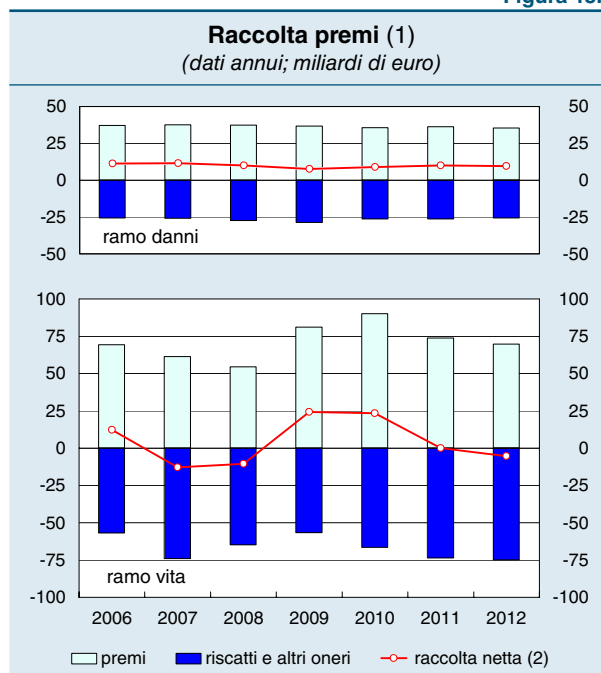
pur continuando a risentire della debolezza della domanda, ha beneficiato dei primi effetti delle recenti riforme sugli oneri per sinistri (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2011). I premi complessivi del settore assicurativo, al netto di oneri e rimborsi, sono stati pari a 4,3 miliardi.

Nonostante il deflusso di risorse, le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono aumentate del 2 per cento, principalmente grazie ai rendimenti positivi della gestione finanziaria; alla fine del 2012 le riserve ammontavano a 426 miliardi nel ramo vita e a 60 miliardi nel ramo danni.

La quota dei premi del ramo vita raccolti attraverso gli sportelli bancari è diminuita, dal 55 al 49 per cento, a favore di quella dei promotori finanziari, passata dal 18 al 23 per cento. Nel ramo danni, dove la raccolta è svolta principalmente dalle agenzie, la quota delle reti bancarie è rimasta stabile al 3 per cento.

Gli investimenti. – La composizione degli attivi delle compagnie di assicurazione non ha registrato variazioni di rilievo. Con riferimento al ramo danni e ai prodotti tradizionali del ramo vita, gli investimenti in valori mobiliari rappresentano il

Figura 18.2



Fonte: Ivass.
(1) Premi raccolti in Italia – (2) Premi al netto dei riscatti e degli oneri per sinistri e scadenze.

92 per cento delle attività a copertura delle riserve tecniche; la parte rimanente è investita principalmente in immobili, mentre la quota dei prestiti a imprese e famiglie è pressoché nulla. Il portafoglio è investito per il 66 per cento in titoli pubblici, in gran parte italiani; le obbligazioni del settore privato (soprattutto bancarie), i fondi comuni e i titoli azionari rappresentano, rispettivamente, il 24, il 5 e il 4 per cento del totale (cfr. tav. 18.3). La parte di attività investita in fondi mobiliari chiusi (tra cui i fondi di private equity e di venture capital) è inferiore all'1 per cento.

Rispetto agli altri paesi europei, l'investimento in titoli del settore privato è contenuto. Ciò riflette, in particolare, l'elevato peso dei titoli di Stato italiani, che hanno offerto rendimenti elevati a fronte di rischi ritenuti contenuti. La scarsa propensione a detenere attività meno liquide o con minor merito di credito può essere connessa, in alcuni casi, con la mancanza di adeguati presidi per il controllo e la gestione dei rischi. L'investimento in titoli privati non sembra invece particolarmente penalizzato da aspetti regolamentari: gli attuali requisiti patrimoniali, infatti, sono poco sensibili ai rischi connessi con la gestione degli attivi; inoltre, l'utilizzo del principio del costo nella valutazione delle attività consente di limitare l'impatto sul bilancio della volatilità dei prezzi.

La normativa sulle attività ammissibili a copertura delle riserve tecniche prevede alcuni limiti agli investimenti in titoli del settore privato. Tali soglie, tuttavia, sono in genere ampiamente superiori alle quote effettivamente detenute. Con riferimento ai rami danni e ai prodotti tradizionali del ramo vita, la normativa richiede che i titoli di debito (ad eccezione di quelli emessi da banche e assicurazioni residenti in un paese della UE) debbano poter essere negoziati in un mercato sufficientemente liquido. I titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione devono possedere un rating di livello investment grade; quelli emessi da società di progetto (project bonds), inclusi tra le attività ammissibili solo dal 2012, non devono superare il 3 per cento delle riserve tecniche. Per le azioni e alcune tipologie di fondi non armonizzati è previsto un limite complessivo del 35 per cento per il ramo vita e del 25 per il ramo danni. Gli investimenti in fondi chiusi mobiliari hanno un limite del 5 per cento. La normativa prevede vincoli specifici per gli attivi relativi a prodotti index e unit-linked.

La redditività. – La redditività delle compagnie italiane è migliorata rispetto al 2011, soprattutto per effetto delle plusvalenze sul portafoglio dei titoli di Stato. Il rapporto tra utili e patrimonio netto (ROE), in media negativo nel 2011 (-9 per cento per il ramo vita e -5 per il ramo danni), si è collocato su valori positivi (rispettivamente, 15 e 3 per cento). I principali indicatori di mercato, relativi alle sole compagnie quotate, continuano tuttavia a risentire dell'incertezza delle prospettive economiche (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 5, 2013).

L'impatto del prolungato periodo di bassi tassi di interesse sulla redditività della gestione è stato contenuto: sebbene la quota di polizze con remunerazione minima garantita sia elevata, larga parte degli attivi a copertura delle riserve tecniche è costituita da titoli di Stato italiani che offrono rendimenti generalmente maggiori di quelli garantiti ai sottoscrittori. Gli indici di solvibilità dei rami vita e danni sono rimasti su valori superiori ai requisiti regolamentari. Si è ridotto il numero di imprese che si sono avvalse delle misure anticrisi (12, contro 69 nel 2011), volte a sterilizzare l'impatto sui bilanci delle minusvalenze latenti sui titoli di Stato.

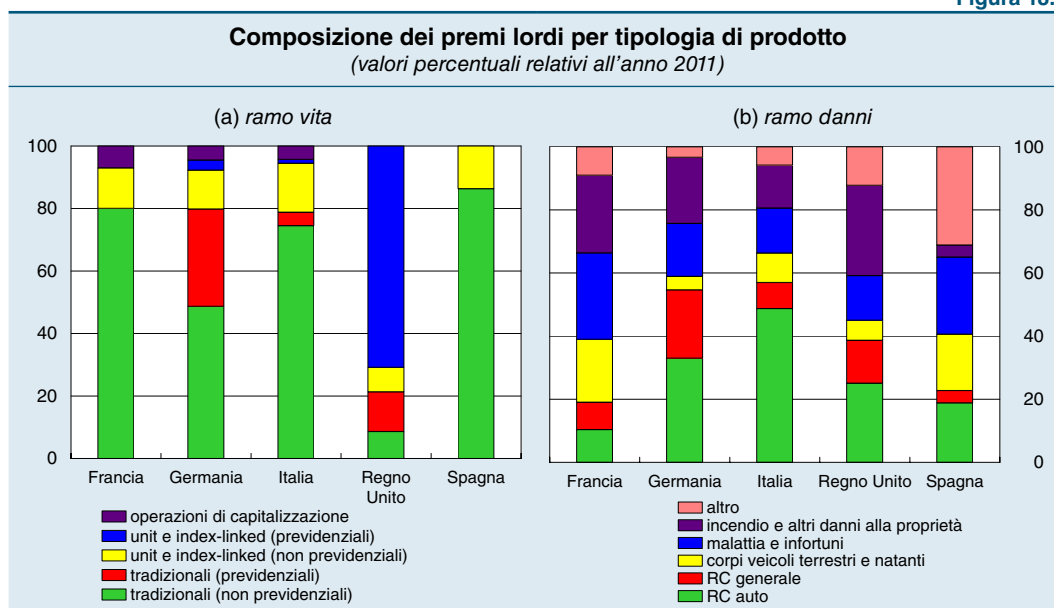
L'industria italiana. – Negli ultimi 15 anni il settore assicurativo ha assunto un ruolo significativo nell'industria del risparmio gestito italiano. Dal 1998 a oggi le riserve tecniche delle assicurazioni sono quadruplicate, a 486 miliardi; la quota del risparmio gestito riconducibile alle compagnie assicurative è aumentata dal 17 al 35 per cento.

Nonostante la forte crescita, la dimensione dell'industria assicurativa italiana rimane inferiore a quella dei principali paesi europei. L'incidenza dei prodotti assicurativi sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è pari al 12 per cento in Italia (era il 5 per cento nel 1998), contro il 33 in Francia e il 18 in Germania (cfr. tav. 18.2). Secondo la banca dati ISIS della società Bureau van Dijk, la quota delle compagnie appartenenti a gruppi italiani sugli attivi complessivi dell'industria assicurativa europea era pari nel 2011 al 9 per cento, contro il 23, il 21 e il 18 per cento, rispettivamente, dei gruppi francesi, inglesi e tedeschi.

In alcuni comparti l'industria può aver risentito della ridotta domanda di prodotti assicurativi, in parte riconducibile al basso grado di conoscenza dei prodotti finanziari da parte delle famiglie. Lo scarso sviluppo dei mercati dei capitali, inoltre, può aver reso più costosa la gestione dei rischi derivanti dall'elevata durata finanziaria delle passività, penalizzando l'offerta di alcuni prodotti assicurativi. Negli ultimi anni, la strategia di raccolta delle banche, volta a orientare la clientela verso i propri prodotti, può non aver favorito il collocamento delle polizze di tipo finanziario.

L'industria assicurativa dei principali paesi europei si differenzia notevolmente in termini di offerta. In Italia, Francia e Germania le polizze tradizionali, che offrono ai sottoscrittori un rendimento minimo garantito, costituiscono il principale prodotto delle compagnie del ramo vita: nel 2011 tali polizze rappresentavano circa l'80 per cento dei premi lordi complessivi in ciascuno dei tre paesi (fig. 18.3). Nel Regno Unito il comparto principale è invece costituito dalle polizze index e unit-linked, nelle quali il rischio finanziario è tipicamente a carico dell'assicurato. Differenze rilevanti si osservano anche per le polizze connesse con prodotti pensionistici: mentre in Italia rappresentano un comparto residuale, in Germania e nel Regno Unito costituiscono, rispettivamente, circa il 34 e l'84 per cento dei premi complessivi. Nel ramo danni, infine, l'industria italiana si caratterizza per il ruolo prevalente delle polizze sulla responsabilità civile automobilistica e per la dimensione contenuta degli altri rami (infortuni, malattia e danni alla proprietà).

Figura 18.3



Alla fine del 2012 le imprese di assicurazione italiane erano 135, di cui 52 operavano esclusivamente nel ramo vita, 69 nel ramo danni e 14 in entrambi i comparti. Il grado di concentrazione dell'industria assicurativa italiana è elevato nel confronto europeo, in particolare per il ramo danni.

Nel 2012 in Italia la quota dei premi lordi del ramo danni riconducibile ai primi cinque gruppi rappresentava il 73 per cento del totale (69 nel 2011); sulla base delle informazioni disponibili nella banca dati ISIS, relative al 2011, in Francia, Regno Unito e Germania le quote corrispondenti erano, rispettivamente, il 47, il 50 e il 63 per cento. Nel ramo vita la quota dei premi lordi riferita ai primi cinque gruppi era pari al 70 per cento (63 nel 2011, contro, rispettivamente, il 55, il 58 e il 65 per cento in Francia, Germania e Regno Unito). Alla fine del 2011 il valore mediano degli attivi dei gruppi era 4,2 miliardi nel ramo vita e 502 milioni nel ramo danni; in Germania i corrispondenti valori erano 5,3 miliardi e 308 milioni, in Francia 7,6 miliardi e 977 milioni.

La presenza dei gruppi esteri in Italia è rilevante. Alla fine dello scorso anno nel territorio italiano erano attive 91 rappresentanze di imprese residenti in un altro paese membro della UE; 991 compagnie operavano in regime di libera prestazione dei servizi. Nel 2012 la raccolta effettuata da compagnie residenti controllate da gruppi assicurativi esteri è stata pari al 23 per cento del totale. Le quote maggiori facevano capo ai gruppi tedeschi e francesi.

Nel 2011, secondo la banca dati ISIS, il 23 per cento della raccolta delle imprese riconducibili a gruppi italiani è stata effettuata da società residenti in altri paesi europei. La quasi totalità della raccolta estera faceva capo al principale gruppo assicurativo nazionale (escludendo tale gruppo, la quota scende a circa il 2 per cento). Per i gruppi francesi, tedeschi e inglesi le quote corrispondenti erano, rispettivamente, il 29, il 25 e il 21 per cento.

Le banche svolgono un ruolo rilevante negli assetti proprietari delle assicurazioni italiane, sebbene inferiore a quello svolto negli altri settori del risparmio gestito (fondi comuni e gestioni patrimoniali). Nel 2012 gli attivi delle imprese controllate da gruppi bancari e finanziari nazionali rappresentavano il 19 per cento del totale. Più rilevante è il ruolo del settore bancario nella distribuzione dei prodotti assicurativi.

Sulla base di un'indagine condotta dalla Banca d'Italia, risulta che nel 2012 le banche hanno distribuito i prodotti di 150 compagnie, di cui quasi un terzo estere. Gli accordi di distribuzione riguardano in prevalenza banche e compagnie appartenenti al medesimo gruppo (56 per cento dei premi raccolti). È aumentata, tuttavia, la quota relativa a intermediari con rapporti partecipativi non di controllo o legati solo da accordi di distribuzione di tipo commerciale (rispettivamente, il 35 e il 9 per cento). I prodotti distribuiti per il tramite delle reti bancarie sono quasi interamente polizze vita (96 per cento, di cui il 53 tradizionali e il 27 unit-linked). Il rimanente 4 per cento riguarda prodotti del ramo danni, in prevalenza polizze su infortuni o danni alla proprietà.

Il 1° gennaio 2013, con decreto legge 6 luglio 2012, n. 95, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (Ivass) è succeduto all'Isvap in tutte le funzioni, le competenze e i poteri, al fine di assicurare la piena integrazione dell'attività di supervisione del settore assicurativo, anche attraverso un più stretto collegamento con la vigilanza bancaria. La presidenza dell'Ivass è affidata al Direttore generale della Banca d'Italia, mentre l'attività di amministrazione generale spetta al Consiglio, composto dal Presidente e da due Consiglieri. L'attività di indirizzo strategico e la competenza ad assumere provvedimenti a rilevanza esterna è attribuita al Direttorio integrato, costituito dal Direttorio della Banca d'Italia e dai due Consiglieri.

I fondi pensione

La raccolta, il patrimonio e gli iscritti. – La raccolta netta delle diverse forme pensionistiche complementari, definita come saldo tra contributi e prestazioni, è rimasta pressoché invariata, a 7 miliardi. Le risorse gestite sono cresciute del 16 per cento (10 nel 2011), anche per effetto del rendimento positivo degli attivi. Alla fine del 2012 le attività erano pari a 85 miliardi (73 nel 2011): il 36 per cento faceva capo ai fondi negoziali, il 34 ai fondi istituiti prima della riforma del 1993, il 19 ai piani individuali pensionistici (PIP) e il 12 ai fondi aperti.

La dimensione dei fondi pensione italiani è ancora contenuta, sia per il limitato sviluppo della previdenza complementare, sia per l'elevata frammentazione dell'offerta. Il patrimonio medio dei comparti è pari a 269 milioni per i fondi negoziali, a 38 per i fondi aperti e a 114 per i PIP. La dimensione è maggiore tra i comparti bilanciati e obbligazionari, minore per quelli azionari.

Nel 2012 gli aderenti alle forme pensionistiche complementari sono aumentati del 5,3 per cento, a 5,8 milioni (tav. 18.7); è tuttavia ulteriormente cresciuto il numero degli iscritti che hanno sospeso le proprie contribuzioni. Il numero degli aderenti ha continuato a ridursi per i fondi negoziali (-1,2 per cento); è aumentato in misura modesta per i fondi aperti (3,7 per cento). Gli iscritti ai PIP sono cresciuti ancora a ritmi sostenuti (14 per cento), passando dal 37 al 40 per cento del totale. Il tasso di adesione tra i lavoratori dipendenti del settore privato rimane ridotto: alla fine del 2012 il rapporto tra iscritti e lavoratori era pari a circa il 25 per cento.

Mentre la distribuzione dei fondi pensione dipende in prevalenza dall'iniziativa dei datori di lavoro e delle organizzazioni sindacali o dal canale bancario, i PIP sono offerti soprattutto attraverso forme di vendita diretta (reti assicurative e postali), che perseguono politiche distributive più aggressive e risentono in misura minore della concorrenza dei prodotti di risparmio bancari.

Tavola 18.7

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2011	2012 (4)	2011	2012 (4)	2011	2012 (4)
Forme pensionistiche istituite dopo la riforma del 1993	181	174	4.871.823	5.168.754	46.828	56.338
Fondi negoziali	38	39	1.994.280	1.969.771	25.272	30.174
Fondi aperti	67	59	881.311	913.913	8.364	10.078
Piani individuali pensionistici	76	76	2.025.331	2.311.840	13.192	16.086
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	363	361	664.957	659.920	26.210	28.490
Totale	544	535	5.536.780	5.828.674	73.038	84.828

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 rendimento e i costi. – Dopo i risultati deludenti dell'anno precedente, nel 2012 i rendimenti dei fondi pensione sono stati ampiamente positivi, grazie all'andamento delle quotazioni sui principali mercati finanziari. Secondo i dati forniti dalla Covip,

il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari all'8,2 per cento per i fondi negoziali e al 9,1 per cento per quelli aperti. I PIP hanno registrato un apprezzamento di circa l'8,9 per cento per i prodotti unit-linked e del 3,8 per quelli relativi alle gestioni separate.

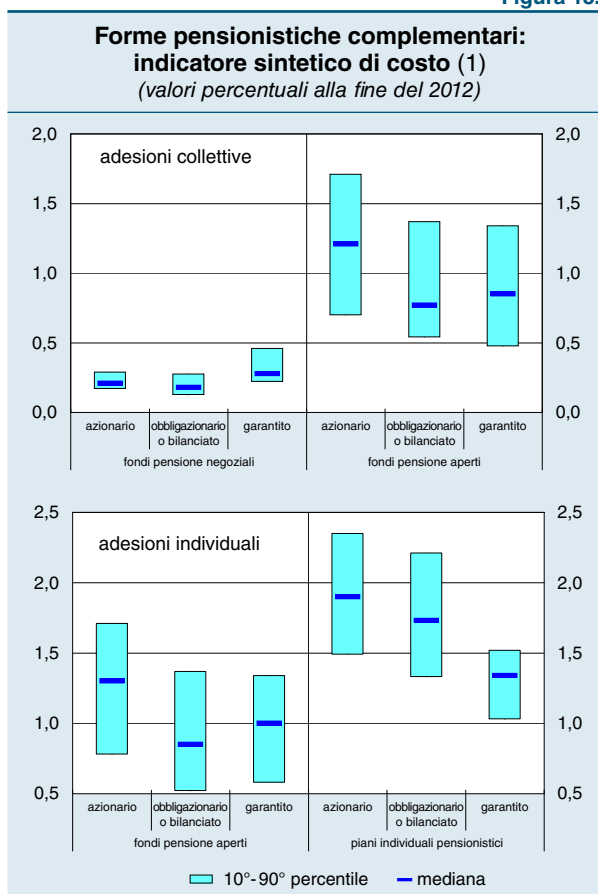
Negli ultimi dieci anni i fondi pensione negoziali hanno registrato un rendimento medio annuo del 3,6 per cento, quelli aperti del 2,9; nello stesso periodo il trattamento di fine rapporto si è rivalutato in media, al netto dell'imposta sostitutiva, del 2,7 per cento l'anno. Per una valutazione complessiva di queste forme di risparmio occorre tener conto anche di altri aspetti, tra cui la diversa volatilità dei rendimenti e il vantaggio fiscale di cui godono i fondi pensione nella fase di erogazione delle prestazioni.

I rendimenti sono stati positivi per tutte le principali linee di investimento offerte dai fondi pensione. Guadagni elevati si sono osservati per i comparti che investono prevalentemente in titoli azionari e per quelli bilanciati; le linee che operano esclusivamente nel comparto degli strumenti monetari o dei titoli di debito hanno registrato incrementi minori. Il valore delle quote dei comparti garantiti è aumentato in media del 7,7 per cento per i fondi negoziali e del 6,6 per cento per quelli aperti.

I costi gravanti sui sottoscrittori sono rimasti in media invariati. Per un periodo di investimento 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 0,23 per cento per i fondi negoziali, all'1,1 per quelli aperti e all'1,6 per i PIP (fig. 18.4).

Le politiche di investimento. – La composizione delle attività dei fondi pensione non ha subito variazioni di rilievo. Alla fine del 2012 il portafoglio era investito per circa il 50 per cento in titoli di Stato e per il 10 in obbligazioni societarie, in prevalenza bancarie; la quota relativa ai titoli azionari e ai fondi comuni era pari, per entrambi, a circa il 15 per cento; la parte restante era costituita da strumenti monetari (tavv. 18.3 e 18.8). Gli investimenti in titoli non quotati e in fondi chiusi, mobiliari e immobiliari, erano pressoché nulli.

Figura 18.4



Fonte: elaborazioni su dati Mefop.

(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.

Tavola 18.8

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2011				2012 (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)		
Liquidità	3.625	1.904	1.721	3.734	4.474	2.050	2.424	4.082
Portafoglio titoli	50.119	18.298	31.821	29.050	59.341	20.990	38.351	33.262
Obbligazioni	34.819	12.510	22.309	15.045	40.101	13.899	26.202	18.806
Azioni	7.665	2.191	5.474	1.319	9.968	2.820	7.148	729
Quote di fondi comuni	7.635	3.597	4.038	12.686	9.272	4.271	5.001	13.726
Mutui e altre attività finanziarie	3.359	3.073	286	4.533	2.608	2.884	-276	5.965
Immobili	2.935	2.935	–	8.445	2.566	2.566	–	7.383
Totale attività	60.038	26.210	33.828	45.762	68.989	28.490	40.499	50.692

Fonte: elaborazioni su dati ADEPP, Banca d'Italia e Covip.
 (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 2012, dati stimati.

Rispetto ai paesi dove la previdenza complementare è più sviluppata, il portafoglio dei fondi pensione italiani è caratterizzato da una quota ridotta di titoli del settore privato, in particolare di investimenti in attività meno liquide (quali le obbligazioni non quotate e i fondi di private equity). Tali differenze sono in parte riconducibili alla presenza limitata nel mercato italiano di intermediari e servizi di investimento specializzati e alla ridotta dimensione dei fondi pensione, che rappresenta un ostacolo per il pieno sfruttamento delle economie proprie dell'attività di investimento. La gestione di attività non tradizionali richiede, infatti, l'adozione di strumenti specifici per la valutazione e il controllo dei rischi e strutture di governo societario più complesse.

I limiti agli investimenti previsti dall'attuale assetto regolamentare sono ampiamente sopra le quote osservate. La normativa per i fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993 non prevede limiti per i titoli di debito o di capitale quotati nei principali mercati regolamentati, purché siano emessi da soggetti residenti in uno dei paesi OCSE. Con riferimento ai titoli non quotati, o quotati in mercati minori, vi è un limite pari al 20 per cento del patrimonio del fondo per il complesso dei titoli di debito e di capitale; entro tale soglia le azioni non possono superare il 10 per cento. Le regole sono molto più stringenti per i titoli emessi da soggetti residenti in paesi non OCSE. La normativa prevede, inoltre, che gli investimenti in fondi comuni chiusi non possano superare il 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e il 25 per cento di quello del fondo chiuso.

Sulla base delle informazioni raccolte dall'OCSE, i limiti relativi agli investimenti dei fondi pensione sono molto differenti tra i diversi paesi. In Germania la normativa distingue tra Pensionfond e Pensionskasse; per i primi non esistono limitazioni regolamentari, mentre per i secondi è fissato un limite massimo di investimento per le azioni (pari al 35 per cento per quelle quotate e al 15 per quelle non quotate), per le obbligazioni (50 per cento) e per i prestiti (50 per cento). In Francia i prodotti pensionistici gestiti dalle compagnie assicurative (che rappresentano una parte rilevante del risparmio previdenziale) devono rispettare dei limiti per gli investimenti in azioni (65 per cento per quelle quotate e 5 per quelle non quotate), in obbligazioni (5 per cento, ma solo se derivanti da cartolarizzazioni) e in prestiti (10 per cento).

Gli enti di previdenza privati. – Secondo dati forniti dall'associazione di categoria (ADEPP) e relativi a 19 enti, nel 2011 la raccolta netta delle Casse (enti che erogano prestazioni di previdenza obbligatoria in prevalenza a liberi professionisti) è stata pari a 3,1 miliardi, in linea con quella dell'anno precedente. Si sono registrate entrate contributive per 8,1 miliardi e uscite legate alle prestazioni per 5,0 miliardi. Il numero degli iscritti contribuenti è rimasto sostanzialmente invariato, a 1,7 milioni.

Il patrimonio complessivo degli enti era di 46 miliardi, pari al 2,9 per cento del PIL; circa un quinto del patrimonio era investito in attività immobiliari. Tra le attività finanziarie la quota di titoli di Stato era pari al 17 per cento; quelle di obbligazioni societarie, fondi comuni mobiliari e azioni erano, rispettivamente, il 24, il 19 e il 3 per cento; la parte restante era costituita principalmente da fondi immobiliari e strumenti monetari.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

19. 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. Il bilancio è corredato dalla relazione sulla gestione.

Nel mese di febbraio i dati di situazione patrimoniale dell'Istituto sono inviati alla Banca centrale europea (BCE) ai fini del 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.

Per informazioni sulle funzioni della Banca e sulla governance è possibile consultare il sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it), dove sono disponibili anche informazioni su organizzazione, organigramma e articolazione territoriale dell'Istituto.

RELAZIONE SULLA GESTIONE

Sintesi delle risultanze di bilancio

L'esercizio 2012 si è chiuso con un utile netto di 2.501 milioni (1.129 nel 2011); il risultato lordo prima dell'accantonamento al fondo rischi generali e delle imposte è stato pari a 7.073 milioni (3.630 nel 2011).

Gli interventi non convenzionali di politica monetaria adottati dall'Eurosistema per fronteggiare la crisi finanziaria si sono riflessi sulle grandezze di bilancio della Banca d'Italia, determinando sostanziali mutamenti nella situazione patrimoniale ed economica dell'Istituto (tav. 19.1).

Il totale di bilancio ha raggiunto il valore di 609.973 milioni, superiore di 70.995 a quello del 2011. L'incremento è riconducibile sostanzialmente alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, il cui importo è passato da 160.606 a 268.296 milioni soprattutto per effetto del regolamento, avvenuto a marzo del 2012, della seconda operazione a tre anni annunciata dalla BCE alla fine del 2011. In relazione al crescente ricorso al rifinanziamento si rileva un analogo andamento, nel passivo, del saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, ricompreso nella posizione intra Eurosistema; alla fine del 2012 la posizione si è commisurata a circa 253.799 milioni di euro, pari al 42 per cento del totale del passivo.

All'aumento delle attività di bilancio ha inoltre contribuito la crescita di 1.469 milioni del portafoglio titoli acquistati per finalità di politica monetaria.

I citati fattori hanno ulteriormente inciso sul processo di ricomposizione dell'attivo in favore delle attività di politica monetaria, che alla fine del 2012 hanno raggiunto il 52 per cento del totale dell'attivo.

Anche nel 2012 è proseguita la crescita del valore dell'oro (+3.493 milioni) con un conseguente incremento del relativo conto di rivalutazione.

Nel passivo, oltre alla menzionata crescita del debito legato all'operatività di TARGET2, sono aumentati i depositi della Pubblica amministrazione (+10.273 milioni), le banconote in circolazione (+3.938 milioni) e i fondi patrimoniali (+4.880 milioni), incluso il fondo rischi generali.

Sul favorevole andamento del risultato lordo ha influito soprattutto il miglioramento del margine di interesse (+2.101 milioni), riconducibile principalmente all'effetto della più elevata consistenza media del portafoglio dei titoli in euro, in particolare di quelli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP).

Tavola 19.1

Principali aggregati di stato patrimoniale (1)										
(milioni di euro)										
VOCI	31.12.2012	Peso in %	31.12.2011	Peso in %	31.12.2010	Peso in %	31.12.2009	Peso in %	31.12.2008	Peso in %
Oro	99.417	16,3	95.924	17,8	83.197	25,0	60.410	20,1	48.996	18,3
Attività in valuta estera	41.185	6,7	40.911	7,6	37.789	11,3	33.440	11,1	33.599	12,6
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	271.784	44,6	209.995	39,0	47.635	14,3	27.156	9,0	50.344	18,8
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	44.525	7,3	43.056	8,0	18.079	5,4	5.015	1,7	–	–
Portafoglio attività finanziarie	128.601	21,1	129.455	24,0	123.047	37,0	99.432	33,0	88.829	33,2
Posizione intra Eurosystema	10.804	1,8	7.199	1,3	10.898	3,3	62.475	20,7	30.670	11,5
Altre attività	13.657	2,2	12.438	2,3	12.316	3,7	13.328	4,4	14.993	5,6
Totale attivo	609.973		538.978		332.961		301.256		267.431	
Banconote in circolazione	149.948	24,6	146.010	27,1	138.324	41,5	132.840	44,1	126.159	47,2
Passività delle istituzioni creditizie	27.665	4,5	33.878	6,3	22.741	6,8	34.313	11,4	35.440	13,2
Depositi della Pubblica amministrazione	33.802	5,5	23.529	4,4	42.488	12,8	31.027	10,3	19.413	7,3
Posizione intra Eurosystema	253.799	41,6	198.453	36,8	7.093	2,1	10.358	3,4	13.313	5,0
Passività in valuta estera	8.047	1,3	8.355	1,5	8.236	2,5	7.580	2,5	1.190	0,4
Altre passività	3.386	0,6	4.652	0,9	4.958	1,5	2.621	0,9	2.896	1,1
Fondi per rischi e oneri	21.317	3,5	18.223	3,4	16.913	5,1	15.802	5,3	15.342	5,7
Conti di rivalutazione	86.900	14,3	83.004	15,4	70.206	21,1	44.968	14,9	33.880	12,7
Capitale, riserve e utile netto	25.109	4,1	22.874	4,2	22.002	6,6	21.747	7,2	19.798	7,4
Totale passivo	609.973		538.978		332.961		301.256		267.431	
Principali aggregati di conto economico (2)										
(milioni di euro)										
VOCI	2012		2011		2010		2009		2008	
Margine di interesse	6.602		4.501		3.845		3.594		4.030	
Redistribuzione del reddito monetario	1.315		590		613		692		-715	
Rendite da azioni e partecipazioni	200		248		360		281		356	
Risultati da negoziazione	750		505		387		567		477	
Svalutazioni	-28		-471		-214		-86		-1.458	
Altre rendite nette	72		119		57		131		38	
Costi operativi e altre spese	-1.838		-1.862		-1.921		-2.005		-2.049	
Risultato lordo	7.073		3.630		3.127		3.174		679	
Accantonamento al fondo rischi generali	-2.645		-1.400		-1.350		-700		-176	
Imposte su reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-1.927		-1.101		-925		-805		-328	
Utile netto	2.501		1.129		852		1.669		175	

(1) Lo schema è riclassificato come segue: le *Attività in valuta estera* includono i titoli e le altre attività in valuta (voci 2 e 3 dell'attivo). 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 intra Eurosystema* include i crediti (debiti) netti verso l'Eurosystema compresi nelle voci 9.2, 9.3 e 9.4 dell'attivo (9.1, 9.2 e 9.3 del passivo). Le *Passività in valuta estera* comprendono le passività in valuta (voci 6, 7 e 8 del passivo). I *Fondi per rischi e oneri* includono il fondo rischi generali, i fondi rischi specifici e gli accantonamenti diversi per il personale (voci 12 e 13 del passivo). – (2) I dati non comprendono il rendimento degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria che, come previsto dallo Statuto, è stato destinato a incremento delle riserve stesse (478 milioni per il 2012). Lo schema è riclassificato come segue: il *Margine di interesse* include gli interessi attivi e passivi delle voci 1 e 6.1 del conto economico. Le *Rendite da azioni e partecipazioni* comprendono i dividendi e i proventi relativi agli *exchange-traded funds* (ETF) e alle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), voci 4, 6.2 e 6.4. I *Risultati da negoziazione* e le *Svalutazioni* includono proventi e oneri delle voci 2.1, 2.2 e 6.3. Le *Altre rendite nette* includono gli importi delle voci 3, 7, 8 e 12. I *Costi operativi e altre spese* includono gli oneri della voce 10 mentre l'*Accantonamento al fondo rischi generali* si riferisce agli accantonamenti della voce 2.3.

Hanno inoltre inciso positivamente: (a) l'aumento per 725 milioni del risultato netto della redistribuzione del reddito monetario che riflette la riallocazione, in favore della Banca d'Italia, del maggior reddito monetario – rispetto a quello spettante sulla base della quota di partecipazione al capitale della BCE – che si è venuto a determinare presso altre banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema; (b) la riduzione per 443 milioni delle svalutazioni da prezzo, per effetto del generale miglioramento dei corsi dei titoli di Stato; (c) l'incremento per 245 milioni dei risultati da negoziazione, derivante in particolare dalla vendita di titoli obbligazionari in euro.

I costi operativi e le altre spese sono risultati in flessione (-24 milioni) in linea con l'andamento decrescente osservato negli ultimi anni per effetto della riforma della rete territoriale e di altre iniziative volte al miglioramento dell'efficienza aziendale e al contenimento delle spese.

In considerazione dell'accresciuta esposizione al rischio, connessa in primo luogo con la notevole crescita dimensionale che ha interessato il bilancio della Banca negli ultimi anni per effetto della crisi finanziaria, è stata deliberata un'attribuzione di 2.645 milioni al fondo rischi generali. L'obiettivo di rafforzamento patrimoniale viene perseguito dalla BCE e da altre BCN dell'Eurosistema.

L'ammontare delle imposte di competenza si è ragguagliato a 1.927 milioni (1.101 milioni nel 2011).

L'utile netto di 2.501 milioni è stato attribuito per 1.000 milioni alle riserve ordinaria e straordinaria; la restante parte, pari a 1.501 milioni, è stata riconosciuta allo Stato. Ai partecipanti, in aggiunta al dividendo di 15.600 euro, è stato assegnato, ai sensi dell'art. 40 dello Statuto e nel rispetto dei limiti da esso previsti, un importo di 70 milioni (cfr. *Proposte del Consiglio superiore*).

Eventi successivi alla chiusura del bilancio

Al fine di prevenire ogni rischio di conflitto di interesse, anche solo apparente o potenziale, in seguito alla istituzione dell'Ivass (la nuova autorità di vigilanza sulle assicurazioni nel cui sistema di governance sono presenti i membri del Direttorio della Banca), il 18 dicembre 2012 il Consiglio superiore ha deliberato la cessione della partecipazione della Banca nel capitale della società Assicurazioni Generali, pari al 4,5 per cento. L'operazione è stata oggetto di un accordo siglato il 19 dicembre 2012 con il Fondo Strategico Italiano (FSI) e con la sua controllante Cassa depositi e prestiti (CDP). La partecipazione è stata conferita nel mese di marzo del 2013 all'FSI, in cambio di azioni FSI ordinarie e privilegiate di nuova emissione. Le azioni Generali sono state valutate, come previsto dal Codice civile, al prezzo medio di borsa dei sei mesi precedenti l'operazione. L'FSI si è impegnato a vendere l'intera partecipazione a terzi entro il 31 dicembre 2015.

Per quanto riguarda la dismissione della partecipazione nelle Bonifiche Ferraresi spa, deliberata dal Consiglio superiore nell'aprile del 2012, alla fine del mese di febbraio 2013 è stata completata la gara per la selezione dell'advisor che assiste la Banca nella ricerca dell'acquirente; il 7 maggio 2013 la Banca ha pubblicato sul proprio sito internet un invito a manifestare interesse alla procedura di vendita.

Alla fine di aprile del 2013 i tassi di cambio dello yen e della sterlina inglese nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente, a 127,35 e a 0,8443 con un deprezzamento rispetto ai valori della fine del 2012 (rispettivamente pari a 113,61 e a 0,8161). Si è invece apprezzato il dollaro statunitense, pari a 1,3072 (1,3194 alla fine del 2012).

Operazioni di politica monetaria

Nel corso del 2012, in un contesto di persistente incertezza sui mercati finanziari, l'Eurosistema, oltre a mantenere le misure in essere, ha annunciato nuovi interventi non convenzionali di politica monetaria. Nel mese di gennaio sono entrate in vigore le decisioni assunte nella riunione del Consiglio direttivo della BCE del dicembre 2011. In particolare sono state temporaneamente sospese le operazioni di fine-tuning di assorbimento della liquidità ed è stato dimezzato, all'1 per cento, il coefficiente di riserva obbligatoria. Il 1° marzo è stata regolata la seconda delle due operazioni di rifinanziamento con durata triennale.

Nei mesi di giugno e dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la prosecuzione delle operazioni di rifinanziamento principale a tasso fisso e con piena aggiudicazione di fondi richiesti. Tale modalità, valida anche per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, rimarrà in vigore fino a quando sarà necessario e, comunque, almeno fino a luglio del 2014.

A settembre, in seguito alle rinnovate tensioni sui mercati finanziari riflesse negli elevati premi al rischio sul mercato dei titoli governativi, il Consiglio direttivo ha presentato il nuovo programma di acquisto definitivo di titoli di Stato per finalità di politica monetaria (Outright Monetary Transactions). Tale programma si inserisce nell'ambito degli strumenti non convenzionali a disposizione dell'Eurosistema per ridurre le tensioni sui mercati dei titoli dei paesi periferici.

Attraverso la seconda asta triennale dell'inizio del 2012 sono stati assegnati 529,5 miliardi, l'importo più elevato attribuito in un'operazione di rifinanziamento. Il peso delle operazioni a più lungo termine ha raggiunto, alla fine dell'anno, circa il 92 per cento del totale del rifinanziamento in essere. Il volume complessivo delle operazioni di rifinanziamento a livello di Eurosistema, già elevato alla fine del 2011 (864 miliardi), si è attestato alla fine del 2012 a 1.126 miliardi.

La richiesta di fondi nella seconda asta triennale ha determinato anche in Italia un'ulteriore crescita nel volume totale di rifinanziamento (272 miliardi alla fine del 2012, rispetto ai 210 della fine del 2011) alla quale si è peraltro accompagnata una riduzione della richiesta di fondi nelle operazioni di rifinanziamento principali.

L'accresciuta liquidità immessa tramite le operazioni di rifinanziamento si è riflessa, a livello di Eurosistema, nell'aumento dei depositi delle istituzioni creditizie presso le BCN dell'area dell'euro. Fino a circa la metà del 2012, si è registrato un ampio ricorso ai depositi overnight; successivamente, con la riduzione del tasso sulla deposit facility allo zero per cento, gran parte della liquidità in eccesso è stata mantenuta sui conti correnti utilizzati per assolvere l'obbligo di riserva. A livello nazionale, le istituzioni creditizie hanno fatto un ricorso limitato a queste operazioni, sebbene maggiore rispetto all'anno precedente.

L'SMP è stato operativo solo nei primi due mesi del 2012; nel settembre del 2012 ne è stata annunciata la chiusura. Il secondo programma di acquisto di covered bond è terminato nello scorso ottobre.

Tavola 19.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2012	31.12.2011
Titoli di Stato	33.599	33.217
Covered bond (1° programma)	8.455	9.629
Covered bond (2° programma)	2.471	210
Totale	44.525	43.056

Conformemente alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE i titoli connessi con i due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered Bond Purchase Programme) e con l'SMP 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* (cfr. nella nota integrativa: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*).

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, come il Fondo monetario internazionale (FMI). Inoltre, essendo le riserve nazionali parte integrante di quelle dell'Eurosystema, il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono a salvaguardarne la credibilità. 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 19.3, 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.

Al 31 dicembre 2012 il controvalore in euro dell'oro e delle attività nette in valuta era pari a 132,6 miliardi (128,5 miliardi nel 2011). La crescita è da ascrivere principalmente all'incremento del prezzo dell'oro (3,64 per cento, per una variazione del valore delle consistenze, immutate in quantità, di 3,5 miliardi). In misura minore, l'aumento riflette anche l'andamento complessivo delle consistenze delle attività nette in valuta, in relazione alle maggiori operazioni temporanee in dollari e ai prestiti erogati all'FMI nell'ambito dei New Arrangements to Borrow (NAB).

Tavola 19.3

Oro e attività nette in valuta (1) (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2012	31.12.2011
Oro	99.417	95.924
Dollari statunitensi	19.780 (2)	18.970
Sterline inglesi	3.106	3.506
Yen giapponesi	5.212	5.380
Franchi svizzeri	3	275
Altre valute	4	4
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	5.034	4.421
Totale	132.556	128.480

(1) Sono valutati ai cambi e ai prezzi di mercato. Non sono incluse le attività finanziarie (ETF e quote di OICR) denominate in valuta detenute a fronte delle riserve ordinaria e straordinaria e degli accantonamenti patrimoniali, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata. – (2) Include operazioni temporanee di rifinanziamento in dollari per 2.088 milioni (1.546 nel 2011), 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.

Alla fine del 2012 le attività nette in valuta – esclusi i diritti speciali di prelievo (DSP) e gli importi riferibili alle operazioni temporanee di rifinanziamento in dollari – evidenziavano, rispetto all'anno precedente, un maggior peso degli investimenti in dollari (dal 65,5 al 68 per cento), una riduzione dell'incidenza di quelli in sterline (dal 13,2 all'11,9 per cento) e una sostanziale stabilità di quelli in yen (20 per cento); risultavano quasi completamente azzerati gli investimenti in franchi svizzeri.

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario nel quale sono compresi, tra l'altro, gli investimenti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP). Nel rispetto del divieto di finanziamento monetario agli Stati membri e alle istituzioni pubbliche dell'area dell'euro, non vengono acquistati titoli della specie all'emissione. Sono esclusi investimenti in azioni bancarie e assicurative (cfr. *Eventi successivi alla chiusura del bilancio*).

Alla fine del 2012 il valore di bilancio del portafoglio era di 125,7 miliardi (125,6 miliardi nel 2011). Nel portafoglio figuravano principalmente strumenti obbligazionari, in particolare titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro; la componente azionaria era costituita in massima parte da titoli quotati nell'area. Nel corso dell'esercizio è proseguito il processo di ribilanciamento geografico e di diversificazione settoriale del portafoglio azionario, che ha comportato, nel 2012, acquisti per circa 355 milioni di euro di titoli di società appartenenti all'indice Euro Stoxx.

Tavola 19.4

Composizione del portafoglio finanziario (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2012	31.12.2011
Titoli di Stato	116.698	118.775
Azioni e partecipazioni	5.304	4.349
Altre obbligazioni	1.040	267
ETF e quote di OICR	2.658	2.256
Totale	125.700	125.647

Gran parte del portafoglio finanziario (86 per cento) è iscritto nel comparto dei titoli detenuti sino alla scadenza 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 131,8 miliardi.

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 2012 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 249 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.

I rischi finanziari

La Banca d'Italia controlla in modo integrato i rischi finanziari (di mercato, di credito, di liquidità) riguardanti tutte le attività ricomprese nel suo bilancio e pone in essere forme di valutazione e controllo dei rischi operativi collegati alle riserve in valuta e al portafoglio finanziario.

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; sono inoltre oggetto di valutazione periodica sia interna sia da parte della stessa 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 preservare le BCN dal rischio di perdite finanziarie derivanti dal realizzo di tali attività in caso di inadempienza delle controparti.

Le regole per la mitigazione e la gestione di questi rischi, fissate dall'Eurosistema, prevedono la definizione di criteri di idoneità delle controparti e di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, la valutazione delle garanzie su base giornaliera, l'applicazione di apposite misure di controllo, quali ad esempio gli scarti di garanzia (*haircuts*) e i margini di variazione.

Le BCN condividono con l'intero Eurosistema, in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE (chiave capitale), i rischi sui titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e, in linea generale, quelli sulle operazioni di rifinanziamento.

Nel 2012, in seguito alla perdurante crisi finanziaria, la disciplina delle attività stanziabili per le operazioni di credito dell'Eurosistema ha continuato a essere caratterizzata dall'obiettivo di assecondare la richiesta di liquidità delle banche. Il rischio assunto dall'Eurosistema si è pertanto ampliato essenzialmente a causa della crescita del volume delle operazioni.

I rischi connessi con la gestione delle riserve valutarie e del portafoglio finanziario derivano in primo luogo dalle oscillazioni dei corsi dell'oro e delle valute, nonché da quelle 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 (*expected shortfall*), nonché analisi di stress.

Il rischio di credito è tenuto sotto controllo attraverso 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 limitata componente costituita da strumenti bancari (depositi e certificati di deposito) e da carta commerciale emessa da agenzie ed enti internazionali la cui liquidità è assicurata da coerenti limiti di scadenza.

Alla fine del 2012 la rischiosità complessiva (oro, riserve valutarie e portafoglio finanziario), misurata con il VaR, risultava in aumento rispetto a quella della fine del 2011 a causa essenzialmente della crescita delle dimensioni del portafoglio finanziario e del valore dell'oro. L'incidenza sul totale del portafoglio è rimasta però sostanzialmente stabile. La durata finanziaria della componente obbligazionaria del portafoglio è cresciuta leggermente per effetto dei nuovi acquisti e, soprattutto, dell'incremento del valore di titoli di Stato a lunga scadenza in portafoglio. Nello stesso periodo è aumentata anche la durata finanziaria delle riserve valutarie per i dollari, mentre è diminuita per gli yen e per le sterline. In crescita è anche il rischio di credito complessivo dei titoli detenuti in portafoglio.

La circolazione monetaria

La Banca contribuisce a soddisfare la domanda di banconote in euro e partecipa attivamente allo sviluppo della nuova serie; concorre, inoltre, alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto alle contraffazioni.

La prevista introduzione della seconda serie (nuovo taglio da cinque) ha determinato per il 2012 una crescita del fabbisogno di banconote, dopo l'andamento flettente registrato negli anni 2010 e 2011. Tale fabbisogno è destinato a mantenersi elevato anche nei prossimi anni, almeno sino alla completa sostituzione della serie corrente; di conseguenza, la quota di competenza della Banca, che può essere soddisfatta non necessariamente nell'arco del medesimo esercizio, si manterrà nel 2013 sugli stessi livelli registrati nel 2012 (rispettivamente 1,45 e 1,43 miliardi di esemplari). Coerentemente, sono proseguiti nell'anno e continueranno nel 2013 gli interventi finalizzati ad adeguare il processo produttivo alle lavorazioni della seconda serie e a potenziare le dotazioni tecnologiche dello stabilimento della Banca con riferimento anche alla sicurezza sul lavoro.

Nel 2012 la Banca d'Italia ha prodotto circa 1,14 miliardi di banconote (1,18 nel 2011). Le Filiali dell'Istituto hanno immesso in circolazione 2,6 miliardi di banconote,

per un valore di 88,3 miliardi di euro. Il flusso di rientro ha, invece, riguardato 2,5 miliardi di banconote, pari a 95,5 miliardi di euro. Sono state verificate 2,7 miliardi di banconote e ritirate dalla circolazione 1,3 miliardi. Alla fine dell'anno il valore della circolazione effettiva delle banconote era pari a 146,3 miliardi di euro (16 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con una diminuzione del 4,7 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2011 (153,6 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 149,9 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema convenzionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,4 per cento).

Con riguardo alla gestione del contante, all'inizio del 2012 è stato emanato il relativo nuovo quadro normativo che attribuisce alla Banca responsabilità di supervisione sull'attività dei gestori. La Banca ha predisposto le relative disposizioni attuative che definiscono gli obblighi dei gestori e delineano le modalità per l'esercizio dei controlli sui gestori stessi.

Le risorse umane, informatiche e logistiche

Al 31 dicembre 2012 i dipendenti della Banca d'Italia erano 7.069, 4.435 addetti all'Amministrazione centrale e 2.634 alle Filiali. I dirigenti e i funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,6 e il 20,5 per cento del personale; l'età media era di 48,3 anni; il personale femminile era pari al 35,5 per cento dei dipendenti.

Rispetto al 2011 il personale è aumentato di 79 unità. I dipendenti neoassunti nell'anno sono stati 288, circa la metà dei quali con il requisito del possesso di titolo universitario. In seguito agli interventi normativi sul sistema previdenziale la dinamica delle cessazioni ha subito un forte rallentamento, passando dalle 468 unità del 2011 alle 209 del 2012.

Tavola 19.5

Composizione del personale										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2012					Consistenze al 31.12.2011				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Amministrazione centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Amministrazione centrale (1)
Dirigenti	467	139	606	137	469	475	132	607	130	477
Funzionari	921	528	1.449	398	1.051	912	507	1.419	386	1.033
Coadiutori	791	526	1.317	485	832	745	511	1.256	495	761
Altro personale	2.380	1.317	3.697	1.614	2.083	2.393	1.315	3.708	1.658	2.050
Totale	4.559	2.510	7.069	2.634	4.435	4.525	2.465	6.990	2.669	4.321

(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 6.133 persone, pari a circa l'87 per cento della compagine, quota che sale al 92 per cento considerando anche la formazione di

base. Sono state erogate oltre 190.000 ore di formazione, corrispondenti a circa 31 ore per partecipante (33 se si includono quelle di base).

Ad assicurare innovazione, qualità e affidabilità dei servizi offerti dalla Banca concorre l'ampio ricorso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Nel 2012 sono proseguite, nell'ambito del SEBC, le iniziative volte all'evoluzione del sistema TARGET2, alla realizzazione della nuova piattaforma per il regolamento accentrato delle transazioni in titoli TARGET2-Securities, nonché al rinnovo e potenziamento della rete di comunicazione tra le BCN e con la BCE. In ambito domestico sono stati realizzati progressivi avanzamenti nella partecipazione diretta dell'Istituto ai circuiti europei di pagamento al dettaglio. Nel comparto di tesoreria sono stati effettuati interventi finalizzati all'inserimento delle istituzioni scolastiche nel sistema di tesoreria unica (circa 10.000 enti).

Nel corso del 2013 proseguirà l'impegno della funzione informatica nella realizzazione dei programmi di sviluppo già avviati con l'Eurosistema; inizieranno gli adeguamenti connessi all'adesione del sistema nazionale alla piattaforma TARGET2-Securities. Infine, continueranno le iniziative a sostegno dell'attività di contrasto al riciclaggio finalizzate, tra l'altro, a migliorare gli scambi informativi con l'Autorità giudiziaria e con le unità di informazione finanziaria anche straniere in materia di operazioni sospette.

La gestione del patrimonio immobiliare è finalizzata ad assicurare la piena funzionalità e la continuità operativa degli edifici istituzionali, anche con riferimento all'adeguato funzionamento dei sistemi di sicurezza anticrimine e al rispetto della normativa in materia di sicurezza sui luoghi di lavoro. Sono in corso due progetti strategici: quello per la dismissione degli immobili ubicati nelle città nelle quali l'Istituto ha cessato la propria operatività e quello per il conferimento del patrimonio immobiliare a reddito alla Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa (SIDIEF), interamente partecipata dalla Banca.

Il controllo economico della gestione

Il controllo della spesa si avvale anche dell'utilizzo di strumenti gestionali quali il bilancio di previsione degli impegni di spesa (budget) e la contabilità analitica. Quest'ultima si basa su principi concordati tra le BCN 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.

Il consuntivo degli impegni di spesa per beni e servizi dell'esercizio 2012 è risultato sostanzialmente in linea con l'azione di contenimento dei costi avviata dall'Istituto negli esercizi passati, al fine di consolidare i risparmi strutturali conseguiti con il riassetto organizzativo e di migliorare la performance di spesa senza pregiudizio per l'efficacia dell'azione istituzionale e per la qualità dei servizi resi. Nel corso del 2012 hanno assunto specifica rilevanza le cospicue esigenze di approvvigionamento connesse con il ciclo produttivo delle banconote anche di anni successivi.

Prosegue anche nel 2013 l'azione di contenimento dei costi avviata negli ultimi anni.

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 di pertinenza e dei risultati in termini di efficacia ed efficienza derivanti dalla propria attività. Le varie unità applicano procedure di controllo del rischio operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità.

Con la finalità di rafforzare il sistema dei controlli, l'indipendenza e l'obiettività della funzione di revisione interna, è operativo un Comitato consultivo in materia. Tale 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.

Per il presidio del rischio operativo è stato istituito un Comitato che assiste il Direttore nell'elaborazione delle linee strategiche di indirizzo e nella verifica dello stato di attuazione delle stesse.

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 e quello inerente all'attività di spesa sono presidiati da apposite strutture.

Al Collegio sindacale spetta il controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale, nonché il controllo contabile.

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 generale impegno sotto il profilo della responsabilità sociale. Nel corso del 2012 sono state attuate le iniziative previste nel Piano; in particolare sono state concluse le fasi propedeutiche all'installazione di un impianto fotovoltaico ed è stato avviato un progetto di ottimizzazione per ridurre i consumi energetici dei centri di elaborazione dati.

Nel Rapporto ambientale disponibile sul sito internet dell'Istituto sono riportati specifici indicatori volti a monitorare l'impegno ecologico della Banca. Nell'anno in corso saranno realizzate ulteriori azioni dirette a: ridurre progressivamente il consumo di energia e quello di carta attraverso la dematerializzazione dei flussi documentali; promuovere l'utilizzo di fonti energetiche alternative; incentivare l'utilizzo di mezzi di trasporto più ecosostenibili.

Con riguardo agli edifici, prosegue l'impegno della Banca nell'individuare soluzioni architettoniche e tecnologiche in grado di ridurre l'impronta ecologica.

In materia di salute e sicurezza sul lavoro, nel 2012 è stato avviato il programma di formazione delle diverse figure del sistema aziendale di sicurezza (dirigenti, preposti e lavoratori), secondo quanto stabilito in materia dall'accordo emanato dalla Conferenza permanente Stato-Regioni a dicembre del 2011.

Relativamente agli aspetti logistici è proseguita l'attività di adeguamento alle norme in materia di prevenzione incendi e alle prescrizioni normative concernenti gli impianti in generale. Procede l'attività di verifica dell'adeguatezza antisismica degli edifici; in seguito al terremoto che ha colpito le regioni Emilia-Romagna e Veneto, nei mesi di maggio e giugno del 2012, sono stati eseguiti sopralluoghi mirati per accertare i danni subiti dagli edifici delle Filiali, aperte e chiuse, insediate sul territorio; sono stati, inoltre, disposti i necessari interventi di ripristino.

**STATO PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2012**

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	NOTE *	Importi in unità di euro	
		31.12.2012	31.12.2011
1 ORO E CREDITI IN ORO	[1]	99.417.221.610	95.923.923.533
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	[1]	38.282.563.781	38.015.748.971
2.1 crediti verso l'FMI		12.699.771.877	12.225.011.074
2.2 titoli		24.270.672.007	24.396.793.962
2.3 conti correnti e depositi		768.929.570	1.336.205.803
2.4 operazioni temporanee		538.310.210	52.771.870
2.5 altre attività		4.880.117	4.966.262
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	[1]	2.902.815.448	2.895.755.394
3.1 controparti finanziarie		2.902.815.448	2.895.755.394
3.1.1 titoli		180.029.434	301.919.310
3.1.2 operazioni temporanee		2.088.070.335	1.545.714.506
3.1.3 altre attività		634.715.679	1.048.121.578
3.2 pubbliche amministrazioni		-	-
3.3 altre controparti		-	-
4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO		629.205.358	99.097.593
4.1 crediti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	-
4.2 titoli	[4]	629.205.358	99.097.593
4.3 altri crediti		-	-
5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	[2]	271.783.800.000	209.994.950.000
5.1 operazioni di rifinanziamento principali		3.488.000.000	49.389.100.000
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine		268.295.800.000	160.605.850.000
5.3 operazioni temporanee di fine-tuning		-	-
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale		-	-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale		-	-
5.6 crediti connessi a richieste di margini		-	-
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	[3]	1.539.972.286	2.655.438.648
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO		116.430.534.449	114.272.718.591
7.1 titoli detenuti per finalità di politica monetaria	[2]	44.524.997.190	43.055.674.706
7.2 altri titoli	[4]	71.905.537.259	71.217.043.885
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	[4]	14.620.151.540	17.457.614.575
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	[5]	12.164.717.030	8.351.851.919
9.1 partecipazione al capitale della BCE		1.361.271.704	1.152.995.038
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		3.604.588.445	-
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		-	-
10 PARTITE DA REGOLARE		8.294.390	14.452.944
11 ALTRE ATTIVITÀ	[6]	52.194.123.616	49.296.538.753
11.1 cassa		62.281.159	30.610.909
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	[4]	38.544.663.225	36.873.320.329
11.3 immobilizzazioni immateriali		67.735.449	57.055.475
11.4 immobilizzazioni materiali		3.078.877.072	3.204.239.948
11.5 ratei e risconti		4.895.684.878	3.120.295.019
11.6 imposte differite attive		4.291.486.395	5.085.032.261
11.7 diverse		1.253.395.438	925.984.812
TOTALE		609.973.399.508	538.978.090.921

* Riferimenti ai commenti della voce inclusi nella nota integrativa.

IL RAGIONIERE GENERALE: PAOLO MARULLO REEDTZ

IL GOVERNATORE: IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2013

IL COLLEGIO SINDACALE: LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	NOTE *	Importi in unità di euro	
		31.12.2012	31.12.2011
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	[7]	149.947.991.520	146.010.466.680
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	[2]	27.664.560.871	33.878.095.838
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)		24.592.970.178	19.762.153.802
2.2 depositi overnight		3.039.590.693	12.335.942.036
2.3 depositi a tempo determinato		32.000.000	1.780.000.000
2.4 operazioni temporanee di fine-tuning		-	-
2.5 depositi relativi a richieste di margini		-	-
3 ALTRE PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO		-	-
4 PASSIVITÀ VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA EURO	[8]	34.495.553.304	23.738.508.908
4.1 Pubblica amministrazione		33.802.015.193	23.528.524.611
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria		8.501.827.482	6.291.702.387
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato		170.531.105	115.016.111
4.1.3 altre passività		25.129.656.606	17.121.806.113
4.2 altre controparti		693.538.111	209.984.297
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	[9]	1.000.215.366	2.691.653.114
5.1 debiti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	-
5.2 altre passività		1.000.215.366	2.691.653.114
6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	[1]	378.443.094	549.064.356
6.1 controparti finanziarie		-	-
6.2 pubbliche amministrazioni		378.443.094	549.064.356
6.3 altre controparti		-	-
7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	[1]	2.301.777	2.346.074
7.1 depositi e conti correnti		2.081.670	2.121.756
7.2 altre passività		220.107	224.318
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI	[1]	7.665.772.838	7.803.871.173
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	[5]	253.799.438.019	198.452.577.941
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
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)		253.799.438.019	190.899.096.326
10 PARTITE DA REGOLARE		40.493.764	41.172.091
11 ALTRE PASSIVITÀ	[10]	1.652.952.050	1.709.130.745
11.1 vaglia cambiari		219.490.566	239.122.557
11.2 ratei e risconti		14.209.029	25.846.813
11.3 diverse		1.419.252.455	1.444.161.375
12 ACCANTONAMENTI	[11]	8.125.980.240	7.677.679.674
12.1 fondi rischi specifici		1.516.754.934	1.116.809.999
12.2 accantonamenti diversi per il personale		6.609.225.306	6.560.869.675
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	[12]	86.900.466.265	83.004.095.501
14 FONDO RISCHI GENERALI	[11]	13.190.675.075	10.545.675.075
15 CAPITALE E RISERVE	[13]	22.607.429.359	21.744.578.174
15.1 capitale sociale		156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria		14.867.762.438	14.004.911.253
15.3 altre riserve		7.739.510.921	7.739.510.921
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE		2.501.125.966	1.129.175.577
TOTALE		609.973.399.508	538.978.090.921

* Riferimenti ai commenti della voce inclusi nella nota integrativa.

I CONTI D'ORDINE al 31 dicembre 2012 ammontano a **659.165.890.419** euro.

IL RAGIONIERE GENERALE: PAOLO MARULLO REEDTZ

IL GOVERNATORE: IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2013

IL COLLEGIO SINDACALE: LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

CONTO ECONOMICO

VOCI	NOTE *	Importi in unità di euro	
		2012	2011
1.1 Interessi attivi		8.344.083.871	5.670.887.600
1.2 Interessi passivi		-2.548.766.113	-1.905.144.704
1 Interessi attivi netti	[14]	5.795.317.758	3.765.742.896
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		747.528.081	492.609.599
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-4.623.615	-383.086.734
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito		-2.645.000.000	-1.400.000.000
2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi	[15]	-1.902.095.534	-1.290.477.135
3.1 Tariffe e commissioni attive		29.599.664	25.546.913
3.2 Tariffe e commissioni passive		-13.434.424	-9.610.318
3 Risultato netto da tariffe e commissioni	[16]	16.165.240	15.936.595
4 Rendite da partecipazioni	[17]	116.225.144	147.034.395
5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	[18]	1.314.730.473	589.957.577
6.1 Interessi		1.166.931.258	1.066.284.482
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni		203.771.243	234.402.039
6.3 Utili, perdite e svalutazioni		-55.431.387	-251.616.205
6.4 Altre componenti		32.025.319	27.949.087
6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	[19]	1.347.296.433	1.077.019.403
7 Altri utilizzi dei fondi		1.918	1.227
8 Altre rendite	[20]	87.181.377	109.315.525
TOTALE RENDITE NETTE		6.774.822.809	4.414.530.483
9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (1)	[21]	-478.230.955	-315.965.421
10.1 Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio		-680.394.322	-690.603.941
10.2 Altre spese relative al personale		-66.714.626	-63.291.411
10.3 Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP		-106.461.851	-83.995.951
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		-323.769.527	-387.153.927
10.5 Compensi per organi collegiali centrali e periferici		-2.878.677	-3.184.453
10.6 Spese di amministrazione		-439.707.097	-420.139.453
10.7 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		-173.080.819	-186.672.525
10.8 Costi per servizi di produzione di banconote		-	-
10.9 Altre spese		-45.105.957	-27.471.120
10 Spese e oneri diversi	[22]	-1.838.112.876	-1.862.512.781
11 Altri accantonamenti ai fondi		-	-
12.1 Proventi straordinari		33.186.470	26.675.437
12.2 Oneri straordinari		-63.420.395	-32.313.081
12 Proventi e oneri straordinari	[23]	-30.233.925	-5.637.644
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		4.428.245.053	2.230.414.637
13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	[24]	-1.927.119.087	-1.101.239.060
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		2.501.125.966	1.129.175.577

* Riferimenti ai commenti della voce inclusi nella nota integrativa.

(1) Effettuata a norma dell'art. 40 dello Statuto.

IL RAGIONIERE GENERALE: PAOLO MARULLO REEDTZ

IL GOVERNATORE: IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 marzo 2013

IL COLLEGIO SINDACALE: LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

NOTA INTEGRATIVA

Principi, criteri e schemi di bilancio

Principi di redazione del bilancio. – Il bilancio della Banca d'Italia è redatto in conformità a norme speciali; per quanto da queste non disciplinato, si osservano le norme del Codice civile, 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 febbraio 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, comma 1, 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 principali poste di bilancio per l'esercizio 2012 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI E PARTECIPAZIONI

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 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 valutati 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 sono 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, è rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio è 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 sono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze sono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;
 - 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. 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.

I titoli denominati in valuta, inclusi gli ETF e le quote di OICR, iscritti nella sottovoce 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.

I dividendi sono rilevati per cassa.

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 sono 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, gli studi e le progettazioni in corso e gli acconti sugli stessi sono iscritti al costo di acquisto o al costo di produzione direttamente imputabile. Le procedure, gli studi e le 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 d'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 una 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 sono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

RATEI E RISCONTI

I ratei attivi e passivi accolgono quote di ricavi o di costi di competenza che avranno manifestazione finanziaria negli esercizi successivi. I risconti attivi e passivi rappresentano quote di costi o di ricavi di competenza di esercizi futuri 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 è redistribuito nell'Eurosistema sulla base dei criteri di seguito indicati.

Alla BCE è attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento è 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 dall'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 è 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 2012 derivano dall'ingresso nell'Eurosistema delle banche centrali di Malta e Cipro (2008), Slovacchia (2009) ed Estonia (2011) e termineranno, rispettivamente, alla fine del 2013, 2014 e 2016. Con il 2012 sono terminati gli aggiustamenti derivanti dall'ingresso della Slovenia (2007).

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 attribuita 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 seguente, ovvero successivamente, 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 e successive modificazioni). 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. Il Consiglio direttivo della BCE può peraltro 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.

RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO

I saldi intra Eurosistema sono riconducibili ai pagamenti transfrontalieri in euro interni alla UE regolati in moneta di banca centrale. Tali operazioni, disposte per la maggior parte da soggetti privati, sono regolate in TARGET2 (il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) e danno origine a saldi bilaterali nei conti TARGET2 delle banche centrali degli Stati membri della UE. Questi saldi sono compensati con la BCE su base giornaliera e, pertanto, ogni BCN presenta un'unica posizione bilaterale netta verso la BCE. Il saldo interno all'Eurosistema nei confronti della BCE derivante da TARGET2, nonché gli altri saldi interni all'Eurosistema denominati in euro, fra cui la distribuzione provvisoria dell'utile della BCE alle BCN e il risultato della redistribuzione del reddito monetario, sono esposti nello stato patrimoniale in un'unica posizione netta: se attiva, alla voce altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti); se passiva, alla voce altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette).

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.

I saldi attivi intra Eurosistema derivanti dalla sottoscrizione del capitale della BCE e dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE stessa sono ricompresi rispettivamente nelle voci partecipazione al capitale della BCE e crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE.

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 determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale; include inoltre le imposte differite passive ai fini IRAP ed eventuali oneri che possono derivare da accertamenti e 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 sono 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 è 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 BCE/1999/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. Le imposte differite passive ai fini Ires sono incluse, con segno negativo, nella sottovoce imposte differite attive.

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 è 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

Le operazioni a termine in cambi, la componente a termine delle operazioni di swap su valute e gli altri strumenti finanziari che comportano uno scambio di valute a una data futura sono ricompresi nelle posizioni nette in valuta in essere alla data di regolamento a pronti.

Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta

- *gli acquisti e le vendite a termine sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi;*

- le vendite a termine delle valute che compongono il paniere dei DSP, effettuate per finalità di copertura della posizione in DSP, sono trattate congiuntamente a quest'ultima e pertanto non influenzano le posizioni nette detenute nelle singole valute.

Contratti swap su valute

- gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.

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 è 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

Tavola 19.6

Oro, attività e passività in valuta (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Oro (voce 1)	99.417.222	95.923.924	3.493.298
Attività nette in valuta	33.138.861	32.556.223	582.638
Attività in valuta	41.185.379	40.911.504	273.875
crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	12.699.772	12.225.011	474.761
titoli (sottovoci 2.2 e 3.1.1)	24.450.701	24.698.713	-248.012
conti correnti e depositi (sottovoci 2.3 e 3.1.3)	1.403.645	2.384.328	-980.683
operazioni temporanee (sottovoci 2.4 e 3.1.2)	2.626.381	1.598.486	1.027.895
altre attività (sottovoce 2.5)	4.880	4.966	-86
Passività in valuta	8.046.518	8.355.281	-308.763
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	7.665.773	7.803.871	-138.098
anticipi dalle Pubbliche amministrazioni (sottovoce 6.2)	378.443	549.064	-170.621
conti correnti e depositi (sottovoce 7.1)	2.082	2.122	-40
altre passività (sottovoce 7.2)	220	224	-4

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 contenuta variazione delle attività nette in valuta riflette l'aumento complessivo delle consistenze, in parte compensato dall'effetto del deprezzamento rispetto all'euro di alcune delle principali valute detenute in portafoglio.

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 31 dicembre 2012, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2011 il prezzo dell'oro è aumentato del 3,64 per cento (da 1.216,864 a 1.261,179 euro per oncia).

I tassi di cambio delle principali valute estere evidenziano, rispetto alla fine del precedente esercizio, il deprezzamento del dollaro statunitense (da 1,2939 a 1,3194 dollari per euro) e dello yen (da 100,20 a 113,61); nello stesso periodo si è verificato anche il deprezzamento dei diritti speciali di prelievo che sono passati da 1,1867 a 1,1657 euro per DSP. Si è invece apprezzata la sterlina inglese (da 0,8353 a 0,8161); sostanzialmente stabile il franco svizzero (da 1,2156 a 1,2072).

Alla fine dell'esercizio, rispetto al 2011, sono emerse plusvalenze non realizzate, affluite ai conti di rivalutazione, riferite all'oro (3.493 milioni) e alle sterline inglesi (13 milioni) e minusvalenze, che hanno trovato interamente copertura nei corrispondenti conti di rivalutazione, riferite agli yen (638 milioni), ai dollari (435 milioni) e ai DSP (41 milioni). La significativa riduzione delle consistenze di franchi svizzeri ha comportato l'azzeramento dei relativi conti di rivalutazione (21 milioni). Dopo le predette variazioni, i conti di rivalutazione da cambio ammontavano alla fine del 2012 a 83.421 milioni, di cui 79.996 riferiti all'oro, 1.443 allo yen, 1.405 al dollaro, 419 alle sterline inglesi e 151 ai DSP inclusa la valutazione delle relative operazioni di copertura (cfr. Conti di rivalutazione).

Tavola 19.7

Rapporti con il Fondo monetario internazionale (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Attivo			
Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	12.699.772	12.225.011	474.761
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo partecipazione	2.827.176	2.835.615	-8.439
disponibilità del Fondo	9.189.177	9.352.954	-163.777
	-6.362.001	-6.517.339	155.338
b) Partecipazione al PRGT	804.854	609.676	195.178
c) Partecipazione ai NAB	1.894.510	1.680.883	213.627
d) Diritti speciali di prelievo	7.173.232	7.098.837	74.395
Passivo			
Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	7.665.773	7.803.871	-138.098

I crediti verso l'FMI sono aumentati principalmente per gli acquisti di DSP contro euro effettuati nell'ambito dello Standing Arrangement to Buy and Sell SDRs e per le erogazioni di prestiti al Fondo per conto dello Stato italiano di cui ai NAB.

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:

- a) *la posizione netta dell'Italia verso il Fondo (reserve tranche position, sottoscritta in oro, DSP e in valuta nazionale), pari a 2.827 milioni alla fine del 2012, è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell'Italia (9.189 milioni, corrispondenti a 7.882 milioni di DSP) e le disponibilità del Fondo depositate nel conto intestato allo stesso organismo (6.362 milioni, corrispondenti a 5.457 milioni di DSP) alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta nel tempo in valuta nazionale;*

- b) la partecipazione al fondo per l'erogazione di prestiti a paesi a basso reddito (Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT), pari a 805 milioni (690 milioni di DSP), è finalizzata alla concessione di prestiti a lungo termine a condizioni agevolate a Stati con squilibri strutturali di bilancia dei pagamenti;
- c) i prestiti erogati al Fondo da parte dell'Istituto per conto dello Stato italiano (NAB), pari a 1.895 milioni (1.625 milioni di DSP), sono finalizzati a rafforzare la capacità di prestito dell'FMI per fronteggiare la crisi finanziaria;
- d) i DSP 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. In relazione ai successivi utilizzi le disponibilità in DSP erano pari alla fine del 2012 a 6.154 milioni di DSP, per un controvalore in euro di 7.173 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 7.666 milioni.

I titoli in valuta, classificati come non detenuti fino alla scadenza, sono rappresentati per la quasi totalità da obbligazioni emesse in gran parte da Amministrazioni pubbliche estere e organismi internazionali e sono costituiti per il 68 per cento da titoli denominati in dollari statunitensi, per il 21 per cento in yen e per l'11 per cento in sterline inglesi.

Tavola 19.8

Titoli in valuta (1) - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Non residenti nell'area euro	Residenti nell'area euro	Totale
Consistenze iniziali	24.396.794	301.919	24.698.713
Aumenti	26.053.131	232.482	26.285.613
Acquisti	25.889.170	232.316	26.121.486
Utili netti	163.961	166	164.127
Diminuzioni	-26.179.253	-354.372	-26.533.625
Vendite e rimborsi	-25.070.928	-328.167	-25.399.095
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	-85.444	-219	-85.663
Rivalutazioni nette da cambio (2)	-832.580	-24.491	-857.071
Premi e sconti	-185.775	-1.482	-187.257
Svalutazioni da prezzo (3)	-4.526	-13	-4.539
Consistenze finali	24.270.672	180.029	24.450.701

(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 operazioni temporanee (2.626 milioni), depositi a termine (836 milioni), conti correnti (568 milioni) e 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 per 2.088 milioni (1.546 alla fine del 2011). 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.

Tra le altre passività in valuta, denominate essenzialmente in dollari, rilevano le posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni (378 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

Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento è stato influenzato, anche nel 2012, dalle misure non convenzionali adottate dall'Eurosistema per fronteggiare gli effetti della crisi finanziaria. In particolare, è cresciuto sensibilmente il ricorso alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine su cui ha inciso principalmente il regolamento, avvenuto il 1° marzo, della seconda delle due aste di rifinanziamento di durata triennale deliberate alla fine del 2011 dal Consiglio direttivo della BCE. La citata operazione ha determinato un'ulteriore ricomposizione tra rifinanziamento a breve e a più lungo termine, analogamente a quanto già avvenuto con la prima operazione, regolata alla fine dell'anno precedente.

Nella tavola 19.9 sono riportate le operazioni in essere al 31 dicembre 2012, effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

Tavola 19.9

Operazioni di politica monetaria (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)			
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	3.488.000	49.389.100	-45.901.100
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	268.295.800	160.605.850	107.689.950
5.3 operazioni temporanee di fine-tuning	–	–	–
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	–	–	–
5.6 crediti connessi a richieste di margini	–	–	–
Totale	271.783.800	209.994.950	61.788.850
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1)			
	44.524.997	43.055.675	1.469.322
Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)			
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	24.592.970	19.762.154	4.830.816
2.2 depositi overnight	3.039.591	12.335.942	-9.296.351
2.3 depositi a tempo determinato	32.000	1.780.000	-1.748.000
2.4 operazioni temporanee di fine-tuning	–	–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini	–	–	–
Totale	27.664.561	33.878.096	-6.213.535

Le operazioni di rifinanziamento principali evidenziano una riduzione sia nel dato di fine esercizio sia nella consistenza media che passa da 25.252 a 11.549 milioni. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine mostrano invece una crescita sostenuta sia nei valori di fine esercizio sia nella consistenza media, passata da 46.654 a 250.113 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 106 a 128 milioni e da 23 a 46 milioni. Anche nel 2012 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 del 2009 e di ottobre del 2011, nonché dai titoli di Stato emessi da alcuni paesi dell'area dell'euro acquistati in relazione all'SMP, deliberato con decisione di maggio del 2010.

Tavola 19.10

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1) - movimenti (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)	
Consistenze iniziali	9.629.329	209.914	33.216.432	43.055.675
Aumenti	–	2.261.994	1.707.410	3.969.404
Acquisti	–	2.261.994	1.319.751	3.581.745
Premi e sconti netti	–	–	387.659	387.659
Diminuzioni	-1.174.663	-419	-1.325.000	-2.500.082
Vendite e rimborsi	-1.127.000	–	-1.325.000	-2.452.000
Premi e sconti netti	-47.663	-419	–	-48.082
Consistenze finali	8.454.666	2.471.489	33.598.842	44.524.997

Il primo Covered Bond Purchase Programme è terminato nel mese di giugno del 2010, il secondo nel mese di ottobre del 2012; nel mese di settembre del 2012 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di concludere l'SMP.

In conformità con l'articolo 32.4 dello Statuto del SEBC, i rischi connessi con le operazioni di rifinanziamento e con i titoli dell'SMP detenuti dalle BCN dell'Eurosistema, qualora si dovessero concretizzare, possono essere ripartiti, su decisione del Consiglio direttivo della BCE, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE (per la Banca d'Italia pari al 17,8598 per cento). In presenza di talune tipologie di garanzie il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di derogare al principio di condivisione dei rischi.

Alla fine del 2012 il totale delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema ammontava a 1.126.019 milioni (863.568 nel 2011); i titoli acquistati dalle BCN nell'ambito dell'SMP erano pari a 192.608 milioni (194.155 nel 2011).

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria relativi ai citati programmi di acquisto sono classificati, conformemente alla decisione del Consiglio direttivo della BCE, come titoli detenuti sino alla scadenza e sono valutati al costo ammortizzato soggetto a *impairment*, secondo le regole contabili dell'Eurosistema.

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 inclusi nell'SMP, il Consiglio direttivo della BCE ha considerato, in particolare, due eventi che si sono manifestati nel corso dell'anno con potenziali effetti sul valore dei titoli di Stato greci. Il primo è costituito dall'iniziativa del mese di marzo del 2012 denominata Private Sector Involvement (PSI) volta alla ristrutturazione di parte del debito della Repubblica ellenica e che non ha coinvolto le banche centrali dell'area dell'euro. Queste ultime nel mese di febbraio del 2012 hanno effettuato 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 non sono stati inclusi nell'elenco di quelli soggetti alla predetta ristrutturazione. Il secondo evento è relativo all'operazione di riacquisto del debito condotta dal governo greco nel dicembre del 2012. Il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto che il verificarsi di tali eventi non abbia determinato una perdita durevole di valore dal momento che, in base alle informazioni disponibili al 31 dicembre 2012, non vi erano evidenze di variazioni nei flussi di cassa attesi per il futuro.

Dal lato del passivo, i conti detenuti dagli istituti di credito che includono anche gli obblighi di riserva, in aumento nel dato di fine anno, presentano una contenuta diminuzione nella consistenza media (da 25.312 a 22.173 milioni). I *depositi overnight* e i *depositi a tempo determinato*, seppure con un saldo in diminuzione al 31 dicembre, presentano un aumento nella consistenza media rispettivamente da 1.382 a 8.084 milioni e da 126 a 227 milioni. Non sono state attivate *operazioni temporanee di fine-tuning*.

[3] Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro

La voce, pari a 1.540 milioni (2.655 nel 2011), si riferisce principalmente a operazioni di pronti contro termine su titoli in euro (725 milioni) e a operazioni di sostegno della liquidità (660 milioni) verso controparti nazionali al di fuori di quelle di politica monetaria effettuate dall'Eurosistema; tali operazioni di sostegno sono interamente garantite. La voce include inoltre le disponibilità relative alla gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro all'estero per conto delle Pubbliche amministrazioni (155 milioni).

[4] Portafoglio titoli

Oltre ai titoli facenti parte delle riserve valutarie (24.451 milioni) commentati nell'aggregato *Oro, attività e passività in valuta* e a quelli detenuti per finalità di politica monetaria (44.525 milioni), descritti nel paragrafo *Operazioni di politica monetaria*, la Banca detiene un portafoglio titoli per un valore di bilancio pari a 125.700 milioni, di cui 38.545 milioni a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi dell'Istituto.

Tavola 19.11

Portafoglio titoli (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
A. TITOLI IN EURO (sottovoci 4.2 e 7.2 e voce 8)			
1. Titoli detenuti sino alla scadenza	77.461.607	80.860.434	-3.398.827
a) di Stato (sottovoce 7.2)	61.925.019	63.268.910	-1.343.891
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	916.436	133.909	782.527
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	14.620.152	17.457.615	-2.837.463
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	9.693.287	7.913.322	1.779.965
a) di Stato (sottovoce 7.2)	9.693.287	7.913.322	1.779.965
Totale A	87.154.894	88.773.756	-1.618.862
B. TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI (sottovoce 11.2)			
1. Titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti	30.729.443	30.412.266	317.177
a) di Stato	30.443.176	30.114.145	329.031
b) altre obbligazioni	123.709	133.214	-9.505
c) azioni e partecipazioni	162.558	164.907	-2.349
- di società ed enti controllati	105.600	107.949	-2.349
- di altre società ed enti	2.410	2.410	-
- di altre società ed enti in valuta	54.548	54.548	-
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e da altri investimenti permanenti	7.815.220	6.461.054	1.354.166
a) di Stato	15.803	20.987	-5.184
b) altre obbligazioni	-	-	-
c) azioni e partecipazioni	5.141.584	4.184.313	957.271
- di società ed enti controllati	127.360	13.422	113.938
- di altre società ed enti	5.014.224	4.170.891	843.333
d) ETF e quote di OICR	2.657.833	2.255.754	402.079
- di cui: in valuta	775.073	694.720	80.353
Totale B	38.544.663	36.873.320	1.671.343
Totale (A+B)	125.699.557	125.647.076	52.481

Con riferimento agli aggregati esposti nella tavola 19.11 si riportano le seguenti indicazioni:

- 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 principalmente da titoli di Stato italiani e da titoli emessi da altri Stati membri dell'area dell'euro. Le condizioni di mercato registrate nel 2012 hanno indotto a procedere a una contenuta ricomposizione del portafoglio obbliga-

zionario. In vista della vendita sul mercato è stata pertanto trasferita una limitata quantità di titoli dal comparto “immobilizzato” a quello “libero”;

- 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. La variazione complessiva di 2.837 milioni si riferisce per 2.700 milioni a rimborsi di titoli del concambio, per 87 milioni alla rilevazione annua del relativo *premium/discount* e per 50 milioni alla quota annuale di rimborso di quelli detenuti a fronte delle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

Tavola 19.12

Titoli in euro - movimenti (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)		
Consistenze iniziali	99.097	63.303.722	17.457.615	7.913.322	88.773.756
Aumenti	531.971	13.467.012	–	9.915.661	23.914.644
Acquisti	531.971	13.420.653	–	35	13.952.659
Trasferimenti	–	46.359	–	8.942.095	8.988.454
Utili netti	–	–	–	395.917	395.917
Rivalutazioni nette (1)	–	–	–	527.170	527.170
Premi e sconti netti	–	–	–	50.444	50.444
Diminuzioni	-1.863	-14.558.484	-2.837.463	-8.135.696	-25.533.506
Vendite e rimborsi	–	-5.317.598	-2.749.878	-8.089.256	-16.156.732
Trasferimenti	–	-8.942.095	–	-46.359	-8.988.454
Premi e sconti netti	-1.863	-298.791	-87.585	–	-388.239
Svalutazioni (2)	–	–	–	-81	-81
Consistenze finali	629.205	62.212.250	14.620.152	9.693.287	87.154.894

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

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 il 79 per cento da titoli obbligazionari e per il 21 per cento da azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR. Gli investimenti azionari riguardano per la quasi totalità titoli quotati.

Con riferimento all’emittente, i titoli sono principalmente italiani e, per la restante parte, in prevalenza di altri paesi dell’area dell’euro. Gli acquisti dell’esercizio hanno interessato soprattutto 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. Tali attività costituiscono un’autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta illustrate nel paragrafo Oro, attività e passività in valuta.

Tavola 19.13

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		
Consistenze iniziali	30.247.359	20.987	164.907	4.184.313	2.255.754	36.873.320
Aumenti	2.251.675	2.116	-	1.041.739	417.133	3.712.663
Acquisti	2.251.675	-	-	354.317	21.189	2.627.181
Trasferimenti	-	-	-	2.349	-	2.349
Utili netti	-	-	-	5.123	-	5.123
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	-	1.915	-	679.950	395.944	1.077.809
Premi e sconti netti	-	201	-	-	-	201
Diminuzioni	-1.932.149	-7.300	-2.349	-84.468	-15.054	-2.041.320
Vendite e rimborsi	-1.881.892	-7.300	-	-18.650	-	-1.907.842
Trasferimenti	-	-	-2.349	-	-	-2.349
Premi e sconti netti	-50.257	-	-	-	-	-50.257
Svalutazioni da prezzo (2)	-	-	-	-65.818	-	-65.818
Adeguamenti da cambio (3)	-	-	-	-	-15.054	-15.054
Consistenze finali	30.566.885	15.803	162.558	5.141.584	2.657.833	38.544.663

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico. – (3) 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.

La Banca d'Italia detiene due partecipazioni di controllo (tav. 19.14). La quota di partecipazione nella Bonifiche Ferraresi spa presente nel comparto dei titoli detenuti come investimenti permanenti è stata trasferita nel 2012 al comparto dei titoli "negoziabili" in seguito alla decisione del Consiglio superiore di procedere alla sua dismissione.

Tavola 19.14

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)						
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2012			Dati della partecipata relativi all'esercizio 2012		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore di bilancio	Patrimonio netto	Utile	Dividendi distribuiti
(migliaia di euro)						
Società Italiana Di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa - Milano (Capitale euro 107.000.000 in 107.000 azioni da euro 1.000)	107.000	100,0	105.600	129.581	2.151	1.926
Bonifiche Ferraresi spa - Roma (Capitale euro 5.793.750 in 5.625.000 azioni da euro 1,03)	3.508.533	62,4	127.360	115.482	16	225

(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 31.12.2012. Il *Patrimonio netto* alla data di riferimento non comprende il dividendo da distribuire agli azionisti.

Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto degli investimenti permanenti, le azioni della Banca dei regolamenti internazionali, denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca in tale organismo è pari al 9,4 per cento.

Nel portafoglio sono presenti titoli detenuti sino alla scadenza il cui valore di libro (2.290 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (2.260 milioni). I titoli in questione, non ravvisandosi riduzioni durevoli di valore riferibili alla posizione dell'emittente, sono mantenuti al costo ammortizzato.

[5] Rapporti intra Eurosystema

Tavola 19.15

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Attivo			
9.1 partecipazione al capitale della BCE	1.361.272	1.152.995	208.277
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.198.857	7.198.857	–
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	3.604.588	–	3.604.588
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	–	–	–
Totale	12.164.717	8.351.852	3.812.865
Passivo			
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	–	7.553.482	-7.553.482
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	253.799.438	190.899.096	62.900.342
Totale	253.799.438	198.452.578	55.346.860

Dal lato dell'attivo:

- la *partecipazione al capitale della BCE* aumenta di 208 milioni per effetto del versamento, da parte dell'Istituto, della terza e ultima tranche relativa 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 2012 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).

- i *crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema* ammontano a 3.605 milioni. Alla fine del 2011 il saldo derivante dall'allocazione delle banconote, negativo per 7.553 milioni, era rilevato tra le passività nette (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Dal lato del passivo:

- le *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)* ammontano a 253.799 milioni (190.899 nel 2011) 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 2012 una posizione complessiva a debito pari a 255.102 milioni (191.379 milioni nel 2011). Alla fine dell'anno a riduzione della posizione complessiva era esposto anche: a) il credito di 103 milioni relativo alla parziale restituzione da parte della BCE del reddito da signoraggio del 2012; b) il credito di 1.200 milioni (364 nel 2011) derivante dal risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2012 (1.184 milioni) e dalla rideterminazione (per 16 milioni) di quello relativo a esercizi precedenti.

[6] Altre attività

La voce è composta prevalentemente dai titoli a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Tavola 19.16

Altre attività (voce 11) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro)	62.281	30.611	31.670
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	38.544.663	36.873.320	1.671.343
11.3 immobilizzazioni immateriali	67.736	57.056	10.680
11.4 immobilizzazioni materiali	3.078.877	3.204.240	-125.363
11.5 ratei e risconti	4.895.685	3.120.295	1.775.390
11.6 imposte differite attive	4.291.486	5.085.032	-793.546
11.7 diverse	1.253.396	925.985	327.411
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	<i>101.497</i>	<i>95.116</i>	<i>6.381</i>
<i>Fondo pensione complementare</i>	<i>249.480</i>	<i>194.006</i>	<i>55.474</i>
<i>altre partite</i>	<i>902.419</i>	<i>636.863</i>	<i>265.556</i>
Totale	52.194.124	49.296.539	2.897.585

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.3) sono illustrati nella tavola 19.17.

Tavola 19.17

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.3) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali	18.188	4.440	840	33.588	57.056
Aumenti	21.487	7.982	19	27.173	56.661
Acquisti e spese incrementative (1)	–	7.982	19	27.173	35.174
Trasferimenti	21.487	–	–	–	21.487
Diminuzioni	-18.580	-5.508	-406	-21.487	-45.981
Ammortamenti	-18.580	-5.508	-406	–	-24.494
Trasferimenti	–	–	–	-21.487	-21.487
Consistenze finali	21.095	6.914	453	39.274	67.736

(1) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* (sotto voce 11.4) sono illustrati nelle tavole 19.18 e 19.20.

Tavola 19.18

Immobilizzazioni materiali (immobili) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	
Consistenze iniziali lorde	3.349.692	1.493.834	382.075	177.088	5.402.689
Fondi di ammortamento	-1.786.679	-473.360	-83.825	-21.188	-2.365.052
Consistenze iniziali nette	1.563.013	1.020.474	298.250	155.900	3.037.637
Aumenti	1.327	–	–	–	1.327
Acquisti e spese incrementative	1.327	–	–	–	1.327
Diminuzioni	-111.454	–	-11.421	-475	-123.350
Ammortamenti	-111.454	–	-7.107	–	-118.561
Altre variazioni (costo)	–	–	-4.314 (2)	-475 (2)	-4.789
Consistenze finali lorde	3.351.019	1.493.834	377.761	176.613	5.399.227
Fondi di ammortamento	-1.898.133	-473.360	-90.932	-21.188	-2.483.613
Consistenze finali nette	1.452.886	1.020.474	286.829	155.425	2.915.614

(1) A partire dall'esercizio 2006 i terreni, compresi quelli su cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento. – (2) Le *Altre variazioni (costo)* si riferiscono alla svalutazione di immobili de L'Aquila, danneggiati dal sisma del 2009, per i quali non si è ritenuto conveniente effettuare interventi di ripristino atteso lo stato di grave deterioramento degli stessi.

Il valore di mercato del patrimonio immobiliare della Banca stimato alla fine dell'anno era di 4.161 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.262 milioni per quelli a garanzia del TQP.

Tavola 19.19

Rivalutazioni degli immobili				
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 19.20

Immobilizzazioni materiali (altre) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immob.ni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali lorde	211.124	523.494	2.297	8.707	745.622
Fondi di ammortamento	-138.869	-440.150	–	–	-579.019
Consistenze iniziali nette	72.255	83.344	2.297	8.707	166.603
Aumenti	5.580	14.007	–	9.306	28.893
Acquisti e spese incrementative	5.580	11.914	–	9.306	26.800
Trasferimenti	–	2.093	–	–	2.093
Diminuzioni	-10.207	-19.933	–	-2.093	-32.233
Vendite e/o dismissioni (costo)	-3.629	-7.040	–	–	-10.669
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	3.542	7.013	–	–	10.555
Ammortamenti	-10.120	-19.906	–	–	-30.026
Trasferimenti	–	–	–	-2.093	-2.093
Consistenze finali lorde	213.075	530.461	2.297	15.920	761.753
Fondi di ammortamento	-145.447	-453.043	–	–	-598.490
Consistenze finali nette	67.628	77.418	2.297	15.920	163.263

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.5) includono:

Tavola 19.21

Ratei e risconti (sottovoce 11.5) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Ratei attivi	4.882.950	3.116.889	1.766.061
interessi da titoli in euro	2.697.853	2.830.905	-133.052
interessi da operazioni di rifinanziamento	2.078.513	134.564	1.943.949
interessi da titoli in valuta	101.386	133.732	-32.346
interessi da attività diverse in valuta	4.776	6.180	-1.404
altri	422	11.508	-11.086
Risconti attivi	12.735	3.406	9.329
su spese di amministrazione	12.735	3.406	9.329
Totale	4.895.685	3.120.295	1.775.390

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.6) si riducono di 794 milioni per l'effetto congiunto:

- della diminuzione, per 793,5 milioni, determinata dalla compensazione, a valere sull'imponibile del 2012, della residua perdita fiscale dell'esercizio 2002;
- dell'aumento, per 26 milioni, conseguente alla rideterminazione delle perdite fiscali utilizzate in compensazione dei redditi imponibili dei periodi di imposta dal 2007 al 2011, effettuata sulla base del decreto legge 2 marzo 2012, n. 16 convertito dalla legge 26 aprile 2012, n. 44 (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci del conto economico: Proventi e oneri straordinari e Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive*);
- della diminuzione, per 38 milioni, della fiscalità differita attiva sul fondo connesso con le operazioni di politica monetaria (cfr. *Accantonamenti e Fondo rischi generali*);

- dell'aumento netto, per 12 milioni, delle imposte differite derivanti da altre componenti economiche.

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 di quest'ultima legge, 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 scomputo 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).

Tavola 19.22

Imposte differite attive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2012				31.12.2011			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite attive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite attive
Perdita fiscale esercizio 2002	15.209.476	4.182.606	–	4.182.606	18.020.516	4.955.642	–	4.955.642
Accantonamento al fondo per operazioni politica monetaria	55.730	15.326	3.087	18.413	170.607	46.917	9.454	56.371
Oneri maturati per il personale e non erogati	141.002	38.775	–	38.775	118.377	32.553	–	32.553
di cui: <i> misure di sostegno</i>	59.146	16.265	–	16.265	36.525	10.044	–	10.044
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	162.180	44.599	8.982	53.581	135.731	37.326	7.521	44.847
di cui: <i> rivalutazione L. 266/2005</i>	160.867	44.238	8.909	53.147	116.910	32.150	6.478	38.628
Altre (3)	16.729	4.601	815	5.416	6.593	1.813	323	2.136
Totale	15.585.117	4.285.907	12.884	4.298.791	18.451.824	5.074.251	17.298	5.091.549
Imposte differite passive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2012				31.12.2011			
	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	1.256	346	–	346	1.531	421	–	421
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (4)	25.306	6.959	1.402	8.361	22.168	6.096	1.228	7.324
Totale	26.562	7.305 (5)	1.402	8.707	23.699	6.517 (5)	1.228	7.745
<small>(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 14,7 milioni (5,8 per il 2011). – (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 4.291 milioni (5.085 nel 2011).</small>								

I movimenti dell'anno delle imposte differite attive e passive sono illustrati nelle tavole 19.41 e 19.42 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 2012.

[7] Banconote in circolazione

La circolazione, che rappresenta la quota di pertinenza della Banca d'Italia (16,4 per cento) sul totale dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*), aumenta di 3.938 milioni (da 146.010 a 149.948); quella effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, diminuisce invece di 7.221 milioni (da 153.564 a 146.343). La consistenza media della circolazione effettiva, passata da 142.713 a 145.545, 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

La voce, in aumento di 10.757 milioni, si riferisce, in massima parte, alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (8.502 milioni) e ai depositi vincolati intestati allo stesso (25.000 milioni) inclusi nella sottovoce *altre passività* (tav. 19.23).

Tavola 19.23

Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4)			
(migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
4.1 Pubblica amministrazione	33.802.015	23.528.525	10.273.490
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	8.501.827	6.291.703	2.210.124
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	170.531	115.016	55.515
4.1.3 altre passività	25.129.657	17.121.806	8.007.851
di cui: depositi vincolati del Tesoro	25.000.000	17.000.000	8.000.000
4.2 altre controparti	693.538	209.984	483.554
Totale	34.495.553	23.738.509	10.757.044

Rispetto al 2011 le disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria aumentano nel saldo di fine esercizio ma si riducono significativamente nella consistenza media annua, che passa da 32.040 a 847 milioni. Il minor livello medio di liquidità depositata sul conto dal Tesoro fa seguito all'introduzione, a partire dalla fine del 2011, del limite alla remunerabilità delle giacenze previsto dall'art. 47 della legge 31 dicembre 2009, n. 196. Per lo stesso motivo aumenta invece il ricorso ai depositi vincolati utilizzati dal Tesoro per impiegare la liquidità eccedente, la cui consistenza media passa nell'anno da 1.627 a 20.377 milioni.

Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato presenta un aumento del saldo di fine esercizio e una contenuta diminuzione della consistenza media, passata da 250 a

229 milioni. 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 130 milioni (122 nel 2011).

[9] Passività in euro verso non residenti nell'area euro

La sottovoce 5.2 (*altre passività*), pari a 1.000 milioni (2.692 nell'esercizio 2011), 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

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 19.24

Altre passività (voce 11) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni	
11.1 vaglia cambiari	219.491	239.123	-19.632	
11.2 ratei e risconti	14.209	25.847	-11.638	
11.3 diverse	1.419.252	1.444.161	-24.909	
di cui: <i>Fondo pensione complementare</i>	249.480	194.006	55.474	
Totale	1.652.952	1.709.131	-56.179	

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Tavola 19.25

Ratei e risconti (sottovoce 11.2) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni	
Ratei passivi	14.182	25.844	-11.662	
interessi su depositi di riserva	9.582	17.186	-7.604	
interessi su passività in valuta	4.500	3.840	660	
interessi su conto disponibilità del Tesoro	50	2.615	-2.565	
altri	50	2.203	-2.153	
Risconti passivi	27	3	24	
fitti attivi	27	3	24	
Totale	14.209	25.847	-11.638	

[11] Accantonamenti e Fondo rischi generali

Le consistenze e i movimenti degli *accantonamenti* sono riportati nelle tavole 19.26 e 19.27.

Tavola 19.26

Fondi rischi specifici (sottovoce 12.1) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Fondo assicurazione danni	Fondo imposte (1)	Fondo per operazioni di politica monetaria Eurosystema	Fondo per oneri	Totale
Consistenze iniziali	309.874	613.328	170.607	23.001	1.116.810
Aumenti	–	1.133.574	–	–	1.133.574
Accantonamento dell'esercizio	–	1.133.400	–	–	1.133.400
Altre variazioni in aumento	–	174	–	–	174
Diminuzioni	–	-612.100	-114.877	-6.652	-733.629
Utilizzo nell'esercizio	–	-611.165	–	-6.652	-617.817
Altre variazioni in diminuzione	–	-935	-114.877	–	-115.812
Consistenze finali	309.874	1.134.802	55.730	16.349	1.516.755

(1) Le altre variazioni includono la variazione della fiscalità differita passiva ai fini IRAP.

L'aumento complessivo dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) è da ascrivere alla variazione netta del fondo imposte, che è stato utilizzato per l'ammontare delle imposte del 2011 e alimentato per quelle del 2012. Diminuisce invece di 115 milioni il fondo connesso con le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. In base a quanto previsto 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 310 milioni il livello dei rischi ancora in essere al 31 dicembre 2012 (949 milioni alla fine del 2011). 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 171 a 56 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci del conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Il fondo per oneri, utilizzato nel 2012 per 7 milioni, si riferisce a spese ancora da sostenere per il ripristino degli immobili della città de L'Aquila danneggiati dal sisma del 6 aprile 2009.

Tavola 19.27

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
Consistenze iniziali	6.402.453	153.113	3.126	2.178	6.560.870
Aumenti	24.440	117.451	187	117	142.195
Accantonamento dell'esercizio	24.440	117.451	167	117	142.175
Altre variazioni in aumento	–	–	20	–	20
Diminuzioni	-123	-93.301	-400	-16	-93.840
Utilizzo nell'esercizio	-123 (2)	-93.301	-74	-16	-93.514
Altre variazioni in diminuzione	–	–	-326	–	-326
Consistenze finali	6.426.770	177.263	2.913	2.279	6.609.225

(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 nel complesso a 6.609 milioni. Al loro interno:

- aumentano di 24 milioni gli accantonamenti a garanzia del TQP, che alla fine dell'esercizio sono pari a 6.427 milioni. Sull'accantonamento dell'esercizio ha inciso in particolare l'aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche. La limitata eccedenza di circa 61 milioni, rimasta prudenzialmente allocata nella voce alla fine dell'esercizio precedente, è stata interamente riassorbita;
- aumenta di 24 milioni il fondo oneri per il personale che si attesta a 177 milioni. Di tale importo, 59 milioni sono riferibili alle misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione territoriale dell'Istituto (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci del conto economico: Proventi e oneri straordinari*).

Il *fondo rischi generali* (voce 14) si è attestato alla fine del 2012 a 13.191 milioni (10.546 nel 2011). Il Consiglio superiore ha deliberato di attribuire un importo di 2.645 milioni al fondo rischi generali per rafforzare i presidi patrimoniali in considerazione della notevole crescita dimensionale che ha interessato il bilancio della Banca negli ultimi anni per effetto della crisi finanziaria e della conseguente maggiore esposizione al rischio. L'obiettivo del rafforzamento patrimoniale è perseguito anche dalla BCE e da altre banche centrali dell'Eurosistema.

[12] Conti di rivalutazione

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute, titoli e operazioni a termine (cfr. *Oro, attività e passività in valuta e Portafoglio titoli*).

Tavola 19.28

Conti di rivalutazione (voce 13)				
(migliaia di euro)				
VOCI	Consistenze iniziali	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze finali
Rivalutazioni da cambio	81.043.733		2.377.056	83.420.789
di cui: oro	76.503.032		3.493.298	79.996.330
attività nette in valuta (1)	4.540.632		-1.122.137	3.418.495
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (1)	69		5.895	5.964
Rivalutazioni da prezzo	1.960.359		1.519.316	3.479.675
di cui: titoli in valuta	422.611		-85.662	336.949
titoli in euro	86.522		527.170	613.692
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	1.451.226		1.077.808	2.529.034
Rivalutazioni all'1.1.1999	4	-2		2
Totale	83.004.096	-2	3.896.372	86.900.466

(1) Tengono conto delle rivalutazioni nette sulle operazioni di copertura dal rischio di cambio relative alla posizione in DSP e agli investimenti in valuta detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi.

[13] Capitale e riserve

La voce si compone come segue:

Tavola 19.29

Capitale e riserve (voce 15) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni	
15.1 Capitale sociale	156	156	-	
15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)	14.867.762	14.004.911	862.851	
ordinaria	7.273.198	6.856.192	417.006	
straordinaria	7.594.564	7.148.719	445.845	
15.3 Altre riserve	7.739.511	7.739.511	-	
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	-	
Totale	22.607.429	21.744.578	862.851	

I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Tavola 19.30

Riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Consistenze al 31.12.2011	Attribuzione utile 2011 ex art. 39 Statuto	Distribuzione ai partecipanti ex art. 40 Statuto (1)	Fruttato 2012 ex art. 40 Statuto	Consistenze al 31.12.2012
Ordinaria	6.856.192	225.835	-32.891	224.062	7.273.198
Straordinaria	7.148.719	225.835	-34.159	254.169	7.594.564
Totale	14.004.911	451.670	-67.050	478.231	14.867.762

(1) A valere sul fruttato dell'esercizio 2011.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è riportata nella tavola 19.31.

Tavola 19.31

Quote di partecipazione al capitale									
DETENTORI	A fine 2012 (1)				A fine 2011				
	Enti	Quote (2)	%	Voti	Enti	Quote (2)	%	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	..	..
Totale	64	300.000	100	539	64	300.000	100	539	

(1) I dati non tengono conto di operazioni di fusione avvenute nel 2012 per le quali non è ancora perfezionato il processo di restituzione dei certificati delle quote di partecipazione. - (2) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

Conti d'ordine

Il totale dei conti d'ordine del 2012 è pari a 659.166 milioni. Il dettaglio è riportato nella tavola 19.32.

Tavola 19.32

Conti d'ordine (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2012	31.12.2011	Variazioni
Ordini in corso	151.497	306.768	-155.271
di acquisto	101.604	276.372	-174.768
di vendita	49.893	30.396	19.497
Operazioni a termine	4.096.013	2.212.387	1.883.626
vendite a termine di valuta	3.622.472	2.113.461	1.509.011
acquisti a termine di valuta	473.541	–	473.541
futures in acquisto	–	98.926	-98.926
Prestito titoli	–	16.416.055	-16.416.055
titoli dati in prestito	–	6.155.166	-6.155.166
titoli ricevuti in garanzia	–	10.260.889	-10.260.889
Impegni	39.063.697	15.924.177	23.139.520
verso FMI per concessione prestiti	39.063.685	15.924.146	23.139.539
altri	12	31	-19
Garanzie ricevute	473.612.319	370.691.780	102.920.539
garanzia del rifinanziamento (1)	469.178.040	368.352.847	100.825.193
altre	4.434.279	2.338.933	2.095.346
Garanzie prestate	11.574	11.687	-113
Titoli e valori di terzi in deposito presso l'Istituto	142.059.082	143.491.822	-1.432.740
Conti d'ordine del Fondo pensione complementare	171.709	150.214	21.495
Totale	659.165.891	549.204.890	109.961.001

(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 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 sulla posizione in DSP e sugli investimenti in valuta estera detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Gli impegni verso l'FMI per la concessione di prestiti riguardano le iniziative previste dal Fondo per finanziamenti da erogare per conto dello Stato italiano. L'incremento dell'anno è riconducibile ai maggiori impegni, per 23,48 miliardi, previsti nell'ambito di un nuovo accordo di prestito bilaterale con il Fondo sulla base di quanto previsto dal decreto legge 29 dicembre 2011, n. 216, convertito dalla legge 24 febbraio 2012, n. 14.

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 575 milioni per i titoli in valuta e a 8.751 milioni per i covered bond.

Commento alle voci del conto economico

L'utile netto è pari a 2.501 milioni (1.129 nel precedente esercizio).

[14] Interessi attivi netti

Gli *Interessi attivi netti* aumentano di 2.029 milioni (da 3.766 a 5.795 milioni), principalmente per la maggiore consistenza media del portafoglio titoli in euro, in particolare di quello detenuto per finalità di politica monetaria.

Tavola 19.33

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (1) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni
su attività in euro	8.070.017	5.351.774	2.718.243
titoli	5.662.645	4.243.806	1.418.839
operazioni di rifinanziamento	2.328.447	928.902	1.399.545
saldi intra SEBC	70.917	152.093	-81.176
diversi	8.008	26.973	-18.965
su attività in valuta	274.067	319.114	-45.047
crediti verso l'FMI	15.477	41.695	-26.218
titoli	238.880	271.168	-32.288
altre attività	19.710	6.251	13.459
Totale	8.344.084	5.670.888	2.673.196

(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 il maggior livello dei tassi medi di rendimento. Gli interessi si riferiscono:
 - a) per 719 milioni (827 nel 2011), ai titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289 del 2002;
 - b) per 347 milioni (299 nel 2011), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con i due Covered Bond Purchase Programme;
 - c) per 1.880 milioni (882 nel 2011), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con l'SMP;
 - d) per 2.717 milioni (2.236 nel 2011), agli altri titoli obbligazionari;
- crescono in misura significativa gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (da 597 a 2.215 milioni) in ragione del rilevante aumento della consistenza media determinato principalmente dalla seconda operazione di durata triennale regolata nel mese di marzo 2012 (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*) nonché dal pieno dispiegarsi degli effetti della prima operazione regolata alla fine del 2011; diminuiscono invece gli interessi su quelle principali (da 330 a 112 milioni) sia per il minor ricorso a tali operazioni sia per la riduzione dei tassi di rendimento registrata nell'anno; risultano di modesta entità gli interessi sul rifinanziamento marginale (1 milione);

Nel 2012 il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto sui tassi di interesse dell'Eurosistema con una riduzione, nel mese di luglio, di 25 punti base sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso le banche centrali. Alla fine del 2012 il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali era pertanto pari allo 0,75 per cento e il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale era pari all'1,50 per cento; i depositi overnight presso le banche centrali non erano remunerati.

- si azzerano gli interessi intra SEBC sui saldi TARGET2 a credito della Banca (74 milioni nel 2011) in quanto l'aggregato di riferimento ha presentato saldi stabilmente a debito per tutto il 2012. Diminuiscono gli interessi sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE (da 78 a 55 milioni) per il minor livello medio dei tassi di rendimento. Gli interessi attivi sui saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono pari a 16 milioni (nel 2011 erano rilevati soltanto interessi passivi);

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 delle 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.

- diminuiscono, nell'ambito degli interessi diversi, quelli su operazioni di pronti contro termine su titoli in euro (da 24 a 6 milioni) sia per il minor ricorso a tali operazioni sia per la riduzione dei tassi medi di rendimento.

Tra gli interessi su attività in valuta diminuiscono sia quelli su titoli sia quelli sui crediti verso l'FMI per il minor livello medio dei tassi di rendimento, pur in presenza di un aumento delle relative consistenze. Risultano invece in aumento gli interessi sulle altre attività per effetto di quelli relativi alle operazioni di rifinanziamento in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema, che passano da 1 a 14 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Oro, attività e passività in valuta*). Un corrispondente ammontare di interessi viene riconosciuto alla BCE a fronte della provvista fondi in valuta (tav. 19.34: interessi diversi su passività in valuta).

Tavola 19.34

Interessi passivi (sottovoce 1.2) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni
su passività in euro	2.525.389	1.874.258	651.131
disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	76.071	894.443	-818.372
fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	1.875	7.237	-5.362
depositi vincolati intestati al Tesoro	17.818	5.178 (1)	12.640
depositi di riserva in conto corrente	118.252	319.301	-201.049
saldi intra SEBC	2.286.748	612.617	1.674.131
diversi	24.625	35.482 (1)	-10.857
su passività in valuta	23.377	30.887	-7.510
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	8.277	29.692	-21.415
diversi	15.100	1.195	13.905
Totale	2.548.766	1.905.145	643.621

(1) I dati dell'esercizio precedente sono stati riclassificati.

Tra gli interessi su passività in euro, in particolare:

- diminuiscono in misura significativa gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria per effetto delle nuove modalità di gestione e remunerazione del relativo conto; per le stesse ragioni aumentano invece gli interessi sui depositi vincolati intestati al Tesoro (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*);

A far tempo dal 30 novembre 2011 il conto disponibilità del Tesoro è remunerato, su base giornaliera, fino al saldo massimo di un miliardo di euro, al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Gli interessi sul conto disponibilità del Tesoro del 2012 comprendono quelli integrativi, pari a 69 milioni (192 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). Gli interessi integrativi sono calcolati sul saldo giornaliero remunerabile del conto disponibilità del Tesoro a un tasso pari alla differenza, ove positiva, fra il tasso di rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza e il tasso di riferimento per la remunerazione del conto. Al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è applicato il tasso previsto per la quota remunerabile del conto disponibilità del Tesoro. 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).

- si riducono gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente principalmente per effetto della riduzione dell'obbligo di riserva;

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. A partire dal primo periodo di mantenimento del 2012 il coefficiente di riserva obbligatoria è stato portato dal 2 all'1 per cento.

- aumentano in misura significativa gli interessi sui saldi a debito connessi con la partecipazione al sistema TARGET2 (da 579 a 2.268 milioni) per effetto dell'elevata consistenza media dell'aggregato di riferimento, solo in parte compensato da una riduzione del tasso di remunerazione. Risultano invece in flessione gli interessi sui saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (da 34 a 19 milioni), principalmente 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.

- diminuiscono gli interessi diversi principalmente per la flessione di quelli relativi alla clientela ERMS (da 23 a 5 milioni), solo in parte compensata da un aumento di quelli sui depositi overnight attivati dalle controparti di politica monetaria (da 6 a 19 milioni).

Tra gli interessi sulle passività in valuta, diminuiscono quelli sui DSP, per effetto dei minori tassi medi applicati.

[15] Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi

Il risultato del 2012 comprende in particolare:

- utili netti da negoziazione in cambi (181 milioni) derivanti in massima parte da vendite di attività in dollari e in sterline inglesi;
- utili netti da negoziazione su titoli in euro (396 milioni) originati da vendite di titoli diversi da quelli di politica monetaria;
- utili netti da negoziazione su titoli in valuta (164 milioni) relativi prevalentemente a vendite di titoli denominati in dollari e sterline inglesi;
- l'attribuzione al fondo rischi generali (2.645 milioni).

Tavola 19.35

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni (1)
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	747.528	492.610	254.918
<i>da negoziazione in cambi</i>	180.675	264.527	-83.852
<i>da negoziazione in titoli in euro</i>	395.917	-249	396.166
<i>da negoziazione in titoli in valuta</i>	164.127	214.031	-49.904
<i>su contratti derivati in valuta</i>	-141	1.644	-1.785
<i>su altre operazioni</i>	6.950	12.657	-5.707
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-4.624	-383.087	378.463
<i>da cambio</i>	-4	-2	-2
<i>da prezzo</i>			
- <i>titoli in euro</i>	-81	-370.297	370.216
- <i>titoli in valuta</i>	-4.539	-12.788	8.249
Accantonamenti (-) al fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito	-2.645.000	-1.400.000	-1.245.000
Totale	-1.902.096	-1.290.477	-611.619

(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

Il risultato netto da tariffe e commissioni è sostanzialmente invariato (16 milioni). Le *Tariffe e commissioni attive* comprendono, in particolare: le tariffe dovute dai partecipanti al sistema TARGET2 (6 milioni), le tariffe sulla gestione dei titoli a garanzia delle operazioni di politica monetaria (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), per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (2 milioni) e per il sistema di compensazione al dettaglio (2 milioni). Le *Tariffe e commissioni passive* si riferiscono prevalentemente al servizio di gestione accentrata dei titoli (11 milioni).

[17] Rendite da partecipazioni

La voce *Rendite da partecipazioni* diminuisce di 31 milioni (116 rispetto ai 147 dell'anno precedente) e si riferisce:

- per 13 milioni al saldo del dividendo della BCE relativo all'esercizio 2011, distribuito nel 2012 (31 milioni nell'esercizio precedente);
- per 103 milioni all'acconto sul dividendo della BCE del 2012 (116 milioni nell'esercizio precedente) pari a una parte del signoraggio derivante dalle banconote.

Anche nel 2012 il reddito della BCE derivante dai titoli detenuti nell'ambito del Securities Markets Programme e parte del 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 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 febbraio 2013 un ulteriore importo di 76 milioni.

[18] Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario

Il risultato del 2012, pari a 1.315 milioni, riflette:

- il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per 1.184 milioni (357 milioni nel 2011). Tale importo rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato dalla Banca, pari a 2.996 milioni, e quello alla stessa redistribuito, pari a 4.180 milioni;
- l'effetto, positivo per 16 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 115 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

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 Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosistema (netti) risultanti dalle transazioni TARGET2; crediti intra Eurosistema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema; 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'Eurosistema. 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'Eurosistema.

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosistema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

Nel 2012 il reddito monetario complessivamente prodotto dall'Eurosistema si è incrementato principalmente a causa del consistente aumento dell'ammontare medio degli attivi di politica monetaria e delle passività monetarie costituite dai depositi detenuti dalle istituzioni creditizie presso le BCN. La riallocazione a favore della Banca d'Italia riflette il maggior reddito monetario – rispetto a quello spettante in chiave capitale – che si è venuto a determinare presso altre BCN, poiché gli attivi di politica monetaria e i depositi degli enti creditizi sono presenti nei bilanci delle BCN in misura non coincidente con la rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

[19] Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi

Il maggior risultato riflette la crescita degli interessi sui titoli, determinata principalmente dall'aumento dei tassi medi di rendimento, e le minori svalutazioni registrate nel comparto azionario. In diminuzione i dividendi e gli utili netti da negoziazione.

Tavola 19.36

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni
Interessi	1.166.931	1.066.284	100.647
<i>riserve statutarie</i>	360.500	331.118	29.382
<i>altre riserve, accantonamenti e fondi</i>	806.431	735.166	71.265
Dividendi da azioni e partecipazioni	203.771	234.402	-30.631
<i>riserve statutarie</i>	131.020	143.058	-12.038
<i>altre riserve, accantonamenti e fondi</i>	72.751	91.344	-18.593
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	10.386	29.190	-18.804
<i>riserve statutarie</i>	8.089	17.025	-8.936
<i>altre riserve, accantonamenti e fondi</i>	2.297	12.165	-9.868
Svalutazioni	-65.818	-280.806	214.988
<i>riserve statutarie</i>	-42.310	-193.361	151.051
<i>altre riserve, accantonamenti e fondi</i>	-23.508	-87.445	63.937
Altre componenti	32.026	27.949	4.077
<i>riserve statutarie</i>	20.932	18.125	2.807
<i>altre riserve, accantonamenti e fondi</i>	11.094	9.824	1.270
Totale	1.347.296	1.077.019	270.277

[20] Altre rendite

Il dettaglio delle *Altre rendite* è riportato di seguito:

Tavola 19.37

Altre rendite (voce 8) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	28.182	27.026	1.156
Procedure, studi e progettazioni completate	10.398	10.357	41
Diverse	48.601	71.933	-23.332
Totale	87.181	109.316	-22.135

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 2012 sono inclusi rimborsi per le piattaforme TARGET2 per 23 milioni (22 nel 2011) e TARGET2-Securities per 14 milioni (36 nel 2011).

[21] Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie

Come previsto dall'art. 40 dello Statuto, i redditi degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria confluiscono nelle riserve stesse. L'attribuzione dell'esercizio 2012 è aumentata rispetto al 2011 da 316 a 478 milioni principalmente per effetto delle minori svalutazioni da prezzo (cfr. *Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*).

[22] Spese e oneri diversi

Le *Spese e oneri diversi* comprendono:

Tavola 19.38

Spese e oneri diversi (voce 10) (migliaia di euro)			
VOCI	2012	2011	Variazioni
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (1)	680.394	690.604	-10.210
Altre spese relative al personale	66.715	63.291	3.424
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	106.462	83.996	22.466
TQP	24.440	–	24.440
oneri maturati e non ancora erogati (2)	81.737	83.782	-2.045
altri	285	214	71
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	323.769	387.154	-63.385
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	2.879	3.185	-306
Spese di amministrazione	439.707	420.139	19.568
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	173.081	186.673	-13.592
Costi per servizi di produzione di banconote	–	–	–
Altre spese	45.106	27.471	17.635
Totale	1.838.113	1.862.513	-24.400

(1) Include stipendi, emolumenti per prestazioni straordinarie e compensi per 537 milioni (546 nel 2011), contributi previdenziali e assistenziali per 140 milioni (141 nel 2011), oneri relativi ai portieri degli stabili e al personale locale delle delegazioni estere per 3 milioni (come nel 2011). – (2) Include accantonamenti per stipendi e compensi per 66 milioni (68 nel 2011) e per oneri previdenziali e assistenziali per 16 milioni (come nel 2011).

Le spese e oneri diversi si riducono di 24 milioni. Al loro interno diminuiscono, in particolare, gli oneri per indennità di fine rapporto pagate, gli ammortamenti e i costi per stipendi e oneri accessori. Aumentano invece, in misura inferiore, gli accantonamenti per il personale e le spese di amministrazione.

Tavola 19.39

Compagine del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2012	2011	2012	2011
Direttiva	2.042	2.036	29,1	29,0
Operativa	4.110	4.081	58,7	58,2
Servizi generali e di sicurezza	376	427	5,4	6,1
Operaia	479	469	6,8	6,7
Totale	7.007	7.013	100,0	100,0
Personale a contratto	32	33		

Le retribuzioni lorde dei dipendenti (compresi quelli a contratto) nelle componenti di stipendi, straordinari e compensi maturati ma non ancora erogati si sono ragguagliate a 603 milioni, in diminuzione rispetto all'anno precedente (614 milioni). Il numero medio dei dipendenti *full time equivalent* (FTE, tenendo cioè conto, da un lato, delle prestazioni aggiuntive e, dall'altro, del part-time e delle assenze non retribuite) è stato pari a 7.494. La relativa retribuzione lorda media pro capite si è attestata a 80.477 euro, contro gli 81.950 del 2011.

La spesa totale per il personale – che somma alle retribuzioni lorde gli oneri accessori (contributi previdenziali e assistenziali) e altre spese per il personale (comprese quelle relative alle diarie per missioni e trasferimenti) – è stata pari nel 2012 a 807 milioni, contro gli 819 milioni del 2011.

Nel 2012 sono state effettuate assegnazioni al TQP per 24 milioni dovute principalmente all'aggiornamento dei parametri utilizzati nel modello attuariale di calcolo delle riserve matematiche (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 attribuiti al complesso dei Consiglieri superiori, pari a 371.020 euro, al Collegio sindacale, pari a 137.430 euro, e al Direttorio. Con delibera del 28 giugno 2012 il Consiglio superiore ha fissato, a partire dal 1° gennaio 2013, gli emolumenti dei membri del Direttorio in 550.000 euro per il Governatore, 500.000 euro per il Direttore generale e 350.000 euro per ciascuno dei Vice Direttori generali. Tali importi sono stati applicati già dal 2012 ai membri nominati nel Direttorio successivamente alla data della deliberazione. Da essi continua a essere detratto il 10 per cento ispirandosi ai principi stabiliti nel decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, art. 6, 3° comma, convertito dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, sicché le somme lorde effettivamente

percepiti sono pari a 495.000 per il Governatore, a 450.000 per il Direttore generale e a 315.000 per i Vice Direttori generali.

Le *Spese di amministrazione* hanno registrato un aumento di 20 milioni; al loro interno sono aumentati di 14 milioni (da 30 a 44) gli oneri per le materie prime e i materiali per la produzione delle banconote, di 5 milioni (da 69 a 74) gli oneri per i servizi di sicurezza e scorta valori, di 4 milioni (da 31 a 35) i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno e quelli (da 30 a 34) per l'assistenza sistemistica, di 2 milioni (da 27 a 29) i costi delle utenze. Diminuiscono invece di 10 milioni (da 67 a 57) le spese di manutenzione degli immobili. Sono rimasti sostanzialmente stabili gli oneri per teletrasmissioni (17 milioni), le spese per noleggio macchinari (13 milioni) e le spese di partecipazione al sistema TARGET2 (9 milioni).

Le *Altre spese*, pari a 45 milioni, includono oneri di natura fiscale per 37 milioni, di cui 31 per Imu.

[23] Proventi e oneri straordinari

I *Proventi e oneri straordinari* presentano un ammontare negativo per 30 milioni. I proventi, pari a 33 milioni, includono, in particolare, l'effetto della iscrizione in bilancio di crediti di imposta relativi a esercizi precedenti (28 milioni) in base al decreto legge 2 marzo 2012, n. 16 convertito dalla legge 26 aprile 2012, n. 44 (cfr. *Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive*). Gli oneri, pari a 63 milioni, comprendono l'accantonamento (36 milioni) necessario ad adeguare il fondo per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione territoriale dell'Istituto in conseguenza degli ulteriori impegni derivanti dalle sopravvenute modifiche alla normativa previdenziale; sono inoltre inclusi nella voce costi di competenza di esercizi precedenti (17 milioni) e oneri di natura fiscale (8 milioni).

[24] Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive

Le imposte di competenza dell'esercizio, pari a 1.927 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 782 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte, per 794 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile del 2012; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita ha determinato una riduzione dell'onere complessivo per 5 milioni. Nel complesso l'Ires dell'anno, comprensiva della fiscalità differita, ammonta a 1.571 milioni (896 nel 2011).

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 356 milioni (205 nel 2011), quale risultante di 352 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 4 milioni per variazioni della fiscalità differita.

Per l'analisi delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, cfr. anche il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*.

Tavola 19.40

Imposte sul reddito dell'esercizio (voce 13) (migliaia di euro)		
VOCI	2012	2011
Imposte correnti (-)	-1.133.400	-612.100
Variazione delle imposte differite attive (+/-)	-793.545	-489.047
Variazione delle imposte differite passive (+/-)	-174	-92
Imposte di competenza dell'esercizio (-)	-1.927.119	-1.101.239

Tavola 19.41

Imposte differite attive - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Ires	IRAP	Totale
Importo iniziale	5.074.251	17.298	5.091.549
Aumenti	73.534	3.258	76.792
Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	47.852	3.258	51.110
Altri aumenti	25.682 (1)	-	25.682
Diminuzioni	-861.878	-7.672	-869.550
Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-856.718	-7.667	-864.385
di cui: <i>relative a perdite fiscali di esercizi precedenti</i>	-793.559	-	-793.559
Riduzioni di aliquote fiscali	-	-5	-5
Altre diminuzioni	-5.160	-	-5.160
Importo finale	4.285.907	12.884	4.298.791

(1) Ricalcolo delle perdite fiscali utilizzate in compensazione degli imponibili relativi agli esercizi dal 2007 al 2011 per l'intervenuta deducibilità dell'IRAP relativa al costo del lavoro dalla base imponibile Ires.

L'art. 2 del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214 ha introdotto, a decorrere dal periodo di imposta in corso al 31 dicembre 2012, la possibilità di dedurre ai fini delle imposte sui redditi un importo pari alla quota di IRAP versata riferibile al costo per il personale dipendente e assimilato. Il successivo DL 16 del 2012 convertito dalla L. 44 del 2012 ha inoltre previsto la possibilità di recuperare le maggiori imposte versate a tale titolo nei quattro anni precedenti. Nei periodi di imposta soggetti a rimborso (dal 2007 al 2011) la Banca d'Italia ha versato imposte sui redditi per il 50 per cento dell'imponibile avendo utilizzato, in compensazione per il residuo 50 per cento, le perdite fiscali pregresse (cfr. il paragrafo: Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività). Sulla base di tale ultima disposizione e tenuto conto del citato regime di riporto delle perdite fiscali della Banca d'Italia, sono stati iscritti nel bilancio 2012 sia i crediti derivanti dalle imposte effettivamente versate e chieste a rimborso e i relativi interessi (28 milioni), sia le imposte differite attive relative alle perdite fiscali a suo tempo utilizzate (26 milioni). I crediti sono stati rilevati in contropartita dei proventi straordinari, le imposte differite sono state iscritte in contropartita delle imposte di competenza.

Tavola 19.42

Imposte differite passive - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Ires (1)	IRAP	Totale
Importo iniziale	6.517	1.228	7.745
Aumenti	935	174	1.109
Imposte differite rilevate nell'esercizio	863	174	1.109
Altri aumenti	72	-	72
Diminuzioni	-147	-	-147
Imposte differite annullate nell'esercizio	-147	-	-147
Importo finale	7.305	1.402	8.707

(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 4.291 milioni (5.085 nel 2011).

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 2.501.125.966 conseguito nell'esercizio 2012 venga così ripartito:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	500.225.193
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	500.225.193
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	<u>1.500.659.980</u>
TOTALE	<u>2.501.125.966</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 70.026.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2011.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 70.041.600 pari a 233,472 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Ignazio Visco

20. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTODICIANNOVESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2012

Signori Partecipanti,

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2012 della Banca d'Italia, redatto secondo i principi contabili e i criteri di valutazione – deliberati dal Consiglio superiore e da noi condivisi – analiticamente illustrati nella nota integrativa.

Abbiamo condotto il nostro esame sul bilancio basandoci sui principi di comportamento del Collegio Sindacale raccomandati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Abbiamo tenuto conto di tali principi anche 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 2012 è conforme ai principi contabili e ai criteri 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.

Abbiamo vagliato l'adeguatezza degli assetti organizzativi in ambito amministrativo e contabile verificandone il concreto funzionamento e riscontrando l'esistenza di un sistema atto ad assicurare la completezza e l'attendibilità nella rilevazione contabile dei fatti di gestione. La contabilità è tenuta 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 di recuperarne fiscalmente l'intero ammontare, tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le attività per imposte differite diminuiscono di 794 milioni di euro (da 5.085 milioni a 4.291 milioni).

Il Consiglio superiore ha deliberato di assegnare 2.645 milioni di euro al fondo rischi generali.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente.

Gli “accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale” ammontano a 24 milioni; detto ammontare riflette l’aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche e l’assorbimento della pregressa eccedenza di 61 milioni lasciata prudenzialmente allocata negli accantonamenti al TQP nel 2011.

Il bilancio che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività	€	609.973.399.508
Passività	€	584.864.844.183
Capitale e riserve	€	<u>22.607.429.359</u>
Utile netto dell’esercizio	€	<u>2.501.125.966</u>

I conti d’ordine, pari a € 659.165.890.418,71, 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	€	500.225.193
– ai Partecipanti, in misura del 6 per cento del capitale	€	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	€	500.225.193
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	€	6.240
– allo Stato, il residuo di	€	<u>1.500.659.980</u>
Totale	€	<u>2.501.125.966</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 70.026.000 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 2011.

Nel corso dell’esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 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 2012 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.

Nel rassegnare il mandato che ci avete conferito, Vi ringraziamo della fiducia di cui ci avete onorato.

Roma, 29 aprile 2013

IL COLLEGIO SINDACALE

DARIO VELO (PRESIDENTE)

LORENZO DE ANGELIS

GIOVANNI FIORI

GIAN DOMENICO MOSCO

SANDRO SANDRI

**DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ
CONTROLLATE E COLLEGATE**

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2012

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2012	31.12.2011
A Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	–	–
B Immobilizzazioni		
I <i>Immateriali</i>		
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	747	747
II <i>Materiali</i>		
1) terreni e fabbricati	79.918.992	81.055.434
4) altri beni	122.785	136.881
<i>Totale</i>	<i>80.041.777</i>	<i>81.192.315</i>
Totale immobilizzazioni	80.042.524	81.192.315
C Attivo circolante		
II <i>Crediti</i>		
1) verso clienti	550.576	382.778
– entro 12 mesi	541.835	382.778
– oltre 12 mesi	8.741	–
4bis) per crediti tributari	52.542	61.761
– entro 12 mesi	52.542	61.761
4ter) per imposte anticipate	1.682.334	1.561.170
– entro 12 mesi	1.682.334	1.561.170
5) verso altri	193.957	372.716
– entro 12 mesi	193.957	372.716
<i>Totale</i>	<i>2.479.409</i>	<i>2.378.425</i>
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
6) altri titoli	29.252.081	20.825.495
<i>Totale</i>	<i>29.252.081</i>	<i>20.825.495</i>
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1) depositi bancari e postali	29.587.273	37.881.840
3) denaro e valori in cassa	1.835	141
<i>Totale</i>	<i>29.589.108</i>	<i>37.881.981</i>
Totale attivo circolante	61.320.598	61.085.901
D Ratei e risconti		
Vari	692.865	789.232
Totale ratei e risconti	692.865	789.232
Totale attivo	142.055.987	143.067.448

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2012

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2012	31.12.2011
A Patrimonio netto		
I Capitale	107.000.000	107.000.000
III Riserva di rivalutazione	16.668.304	16.668.304
IV Riserva legale	3.543.000	3.295.426
VII Altre riserve		
Riserva straordinaria o facoltativa	2.143.926	2.055.754
Totale	2.143.926	2.055.754
IX Utile d'esercizio	2.151.416	2.475.743
Totale patrimonio netto	131.506.646	131.495.227
B Fondi per rischi e oneri		
2) fondi per imposte, anche differite	1.082.556	1.188.921
3) altri	4.610.000	4.450.000
Totale fondi per rischi e oneri	5.692.556	5.638.921
C Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato	404.375	423.418
D Debiti		
6) acconti	25.000	80.560
– entro 12 mesi	25.000	80.560
7) debiti verso fornitori	1.619.373	922.825
– entro 12 mesi	1.619.373	922.825
12) debiti tributari	1.250.400	2.451.374
– entro 12 mesi	1.250.400	2.451.374
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	61.553	51.608
– entro 12 mesi	61.553	51.608
14) altri debiti	1.477.865	1.962.010
– entro 12 mesi	1.477.865	1.962.010
Totale debiti	4.434.191	5.468.377
E Ratei e risconti		
Vari	18.219	41.505
Totale ratei e risconti	18.219	41.505
Totale passivo	142.055.987	143.067.448
CONTI D'ORDINE		
4) altri conti d'ordine	2.351.257	2.047.726
Totale conti d'ordine	2.351.257	2.047.726

CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2012

	(importi in euro)	
	2012	2011
A Valore della produzione		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.350.283	8.054.976
5) altri ricavi e proventi (vari)	20.637	309.486
Totale valore della produzione	8.370.920	8.364.462
B Costi della produzione		
7) per servizi	3.356.492	4.011.537
8) per godimento di beni di terzi	2.430	–
9) per il personale		
a salari e stipendi	412.921	378.755
b oneri sociali	138.799	128.508
c trattamento di fine rapporto	42.061	41.285
e altri costi	4.624	3.365
<i>Totale</i>	<i>598.405</i>	<i>551.913</i>
10) ammortamenti e svalutazioni		
a ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	373	–
b ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	944.410	951.096
d svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	159.000	94.000
<i>Totale</i>	<i>1.103.783</i>	<i>1.045.096</i>
13) altri accantonamenti	1.208.020	1.190.407
14) oneri diversi di gestione	2.049.174	1.076.596
Totale costi della produzione	8.318.304	7.875.549
Differenza tra valore e costi di produzione (A–B)	52.616	488.913
C Proventi e oneri finanziari		
16) altri proventi finanziari		
c da titoli iscritti nell'attivo circolante	827.672	564.139
d proventi diversi dai precedenti (altri)	1.235.189	875.354
<i>Totale</i>	<i>2.062.861</i>	<i>1.439.493</i>
17) interessi e altri oneri finanziari (altri)	38.938	10.495
Totale proventi e oneri finanziari	2.023.923	1.428.998
D Rettifiche di valore di attività finanziarie		
19) svalutazioni		
c di titoli iscritti nell'attivo circolante	–	186.725
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie	–	(186.725)
E Proventi e oneri straordinari		
20) proventi		
– plusvalenze da alienazioni	1.336.307	2.743.719
– varie	1.080.923	215.617
<i>Totale</i>	<i>2.417.230</i>	<i>2.959.336</i>
21) oneri (varie)	270.446	15.892
Totale delle partite straordinarie	2.146.784	2.943.444
Risultato prima delle imposte (A–B±C±D±E)	4.223.323	4.674.630
22) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a imposte correnti	2.299.436	2.644.386
b imposte differite	(106.365)	(300.669)
c imposte anticipate	(121.164)	(144.830)
<i>Totale</i>	<i>2.071.907</i>	<i>2.198.887</i>
23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	2.151.416	2.475.743

SITUAZIONE PATRIMONIALE - FINANZIARIA AL 31 DICEMBRE 2012

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	31.12.2012	31.12.2011
Attivo non corrente		
Immobilizzazioni materiali	135.715	135.261
Investimenti immobiliari	13.096	12.382
Attività biologiche	1.934	2.061
Immobilizzazioni immateriali	21	23
Attività finanziarie disponibili per la vendita	3.089	3.032
Crediti	80	73
Totale attivo non corrente	153.935	152.832
Attivo Corrente		
Rimanenze	4.417	4.405
Attività biologiche	921	1.121
Crediti verso clienti	1.764	1.913
Altre attività correnti	2.470	1.472
Disponibilità liquide	17	6
Totale attivo corrente	9.589	8.917
Totale attivo	163.524	161.749
PASSIVO		
Patrimonio netto		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserva di Fair value	560	242
Altre riserve	2.936	2.936
Utili indivisi	106.401	105.350
Utile (perdita) dell'esercizio	16	2.175
Totale patrimonio netto	115.707	116.497
Passivo non corrente		
Fondo Imposte e Imposte differite	34.145	34.297
Fondo TFR	347	315
Finanziamenti a lungo termine	4.912	4.134
Altri fondi	386	40
Altri debiti non correnti	973	1.048
Totale passivo non corrente	40.763	39.834
Passivo corrente		
Debiti verso fornitori	827	1.903
Finanziamenti a breve termine	4.603	2.034
Altri debiti	1.624	1.481
Totale passivo corrente	7.054	5.418
Totale passivo	163.524	161.749

CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2012

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2012	2011
Ricavi delle vendite	8.101	8.437
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	(213)	1.604
Altri ricavi	3.366	2.869
Incrementi per lavori interni	298	293
VALORE DELLA PRODUZIONE	11.552	13.203
COSTI OPERATIVI		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(25)	(49)
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.532	2.366
Costi per servizi e godimento beni di terzi	2.209	2.112
Costi per il personale	3.058	3.168
Ammortamenti e svalutazioni	1.389	1.245
Accantonamenti per rischi e oneri	77	10
Altri costi operativi	1.619	1.060
Oneri connessi agli eventi sismici	306	–
TOTALE COSTI OPERATIVI	11.165	9.912
RISULTATO OPERATIVO	387	3.291
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	(169)	(9)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	218	3.282
Imposte sul reddito del periodo	(202)	(1.107)
RISULTATO DEL PERIODO	16	2.175
<i>Utile per azione (in euro):</i>		
– base	0,00293	0,38672
– diluito	0,00293	0,38672

CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO AL 31 DICEMBRE 2012

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2012	2011
RISULTATO DEL PERIODO	16	2.175
Utili/perdite della rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita (“Riserva da fair value titoli”)		
Utili da fair value	285	–
Perdita da fair value	–	(763)
Effetto fiscale	4	10
Totale Altri utili/perdite al netto dell’effetto fiscale	289	(753)
RISULTATO COMPLESSIVO DEL PERIODO	305	1.422
<i>Utile per azione (in euro):</i>		
– base	0,05446	0,25288
– diluito	0,05446	0,25288

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 2012. 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 risulti, 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 2012.

- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2012 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

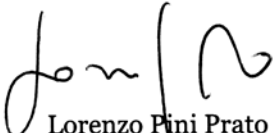
Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhner 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **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, 24 maggio 2013

PricewaterhouseCoopers SpA



Lorenzo Pini Prato
(Revisore legale)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2012 (1)

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Fabrizio SACCOMANNI	- DIRETTORE GENERALE
Giovanni CAROSIO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Salvatore ROSSI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Fabio PANETTA	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Cesare MIRABELLI
Ilaria BORLETTI BUITONI	Giovanni MONTANARI
Francesco ARGIOLAS	Ignazio MUSU
Nicola CACUCCI	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Carlo CASTELLANO	Francesco PERONI
Paolo DE FEO	Stefano POSSATI
Giovanni FINAZZO	

COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Lorenzo DE ANGELIS	Gian Domenico MOSCO
Giovanni FIORI	Sandro SANDRI

SINDACI SUPPLEMENTI

Angelo RICCABONI

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Franco PASSACANTANDO	- DIRETTORE CENTRALE PER I RAPPORTI INTERNAZIONALI, INTRATTENUTI CON ORGANISMI E CONSESSI DI RILIEVO SOVRANAZIONALE, 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	- SEGRETARIO GENERALE
Daniele FRANCO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA E RELAZIONI INTERNAZIONALI
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Vieri CERIANI	- DIRETTORE CENTRALE PER LA QUALITÀ DEI SERVIZI ALL'UTENZA
Nunzio MINICHIELLO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA PATRIMONIO IMMOBILIARE E ACQUISTI
Emerico Antonio ZAUTZIK	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE, MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Luigi Federico SIGNORINI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA

* * *

Giovanni CASTALDI	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA
-------------------	--

(1) Per i cambiamenti intervenuti al 31.5.2013 cfr. prospetto seguente.

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 MAGGIO 2013

DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE GENERALE
Fabio PANETTA	- VICE DIRETTORE GENERALE
Luigi Federico SIGNORINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Valeria SANNUCCI	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Cesare MIRABELLI
Francesco ARGIOLAS	Giovanni MONTANARI
Nicola CACUCCI	Ignazio MUSU
Carlo CASTELLANO	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Paolo DE FEO	Stefano POSSATI
Giovanni FINAZZO	Donatella SCIUTO

COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Lorenzo DE ANGELIS	Gian Domenico MOSCO
Giovanni FIORI	Sandro SANDRI

SINDACI SUPPLEMENTI

Angelo RICCABONI

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Franco PASSACANTANDO	- DIRETTORE CENTRALE PER I RAPPORTI INTERNAZIONALI, INTRATTENUTI CON ORGANISMI E CONSESSI DI RILIEVO SOVRANAZIONALE, NONCHÉ SUPERVISORE DEI MACRO-PROGETTI T2 SECURITIES E INFRASTRUTTURALI NEL CAMPO DEI SISTEMI DI PAGAMENTO
Paolo MARULLO REEDTZ	- RAGIONIERE GENERALE (dal 2.1.2013)
Sandro APPETTITI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RISORSE INFORMATICHE E RILEVAZIONI STATISTICHE
Umberto PROIA	- SEGRETARIO GENERALE CON DELEGA TEMPORANEA PER L'AREA CIRCOLAZIONE MONETARIA
Daniele FRANCO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA E RELAZIONI INTERNAZIONALI
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Vieri CERIANI	- DIRETTORE CENTRALE PER LA QUALITÀ DEI SERVIZI ALL'UTENZA
Nunzio MINICHIELLO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA PATRIMONIO IMMOBILIARE E ACQUISTI
Emerico Antonio ZAUTZIK	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE, MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Carmelo BARBAGALLO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA (dal 14.2.2013)

* * *

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA (dal 2.1.2013)
------------------	---