



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
Roma, 31 maggio 2008

CENTOQUATTORDICESIMO ESERCIZIO

anno 2007

esercizio

CXIV



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
anno 2007 - centoquattordicesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2008

© Banca d'Italia, 2008

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 1127-7904

*Stampato nel mese di maggio 2008
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma*

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree	3
L'economia statunitense	4
L'economia giapponese	8
L'economia della UE	9
Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia	11
2. I mercati finanziari e valutari	15
Le turbolenze finanziarie nei paesi industriali	15
I mercati finanziari nei paesi emergenti	19
Le raccomandazioni del Financial Stability Forum	21
3. Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti	23
Il commercio internazionale e i prezzi delle materie di base	23
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	27
4. La cooperazione economica internazionale	31
La riforma delle funzioni di sorveglianza del Fondo monetario	31
Il nuovo assetto dei poteri di voto dell'FMI	32
Altre iniziative in materia di stabilità finanziaria	34
La lotta alla povertà e gli aiuti allo sviluppo	35

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

5. Gli andamenti macroeconomici	39
La congiuntura nell'area dell'euro	39
La bilancia dei pagamenti	44
I prezzi e i costi	46
L'occupazione	50
6. Le politiche di bilancio	52
7. La politica monetaria comune	57
I tassi d'interesse e il cambio dell'euro	58
La moneta e il credito	62
La gestione operativa della politica monetaria	64

L'ECONOMIA ITALIANA

8. La domanda, l'offerta e i prezzi	69
I consumi delle famiglie	70
Gli investimenti	75
Le esportazioni e le importazioni	78
L'offerta	80
I prezzi e i costi	81
9. Il mercato del lavoro	84
L'occupazione e la sua composizione	84
La disoccupazione e l'offerta di lavoro	87
L'input di lavoro nei settori dell'economia	88
La qualità dell'istruzione italiana sulla base dei test PISA e IEA - Pirls	89
Le retribuzioni e il costo del lavoro	91
La regolamentazione del mercato del lavoro	94
La distribuzione personale delle retribuzioni e dei redditi familiari	95
10. La struttura produttiva e le politiche strutturali	99
Le dinamiche settoriali	100
Le imprese	102
Le politiche di incentivazione	103
I servizi di pubblica utilità: energia, telecomunicazioni, servizi pubblici locali	105
Le privatizzazioni	108
L'evoluzione del quadro giuridico	109
Diritto societario e governance	113
11. L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali	115
La crescita	116
La performance estera delle imprese	117
L'occupazione, la sua composizione e i tassi di disoccupazione	118
Popolazione e flussi migratori	119
Salari e costo della vita	121
Il credito bancario	122
I beni pubblici	123
La dimensione della politica regionale e gli strumenti utilizzati	125
Il nuovo ciclo di programmazione di politica regionale	126
12. La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero	129
Il conto corrente e il conto capitale	130
Gli investimenti	136
La posizione patrimoniale verso l'estero	137
13. La finanza pubblica	139
La politica di bilancio per il 2007: obiettivi e previsioni	140
L'indebitamento netto	141
Le entrate e le spese	143
Le Amministrazioni locali	149
Il fabbisogno e il debito	152
La politica di bilancio per il 2008	155
I programmi e le prospettive per il medio termine	158
I conti generazionali degli italiani	158

14. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese	160
Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie	160
Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese	169
15. I mercati finanziari	176
I titoli pubblici	176
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	178
Il mercato azionario	181
16. Gli investitori istituzionali	186
I fondi comuni di investimento	187
Le gestioni patrimoniali	193
Le compagnie di assicurazione	193
I fondi pensione	194
17. Gli intermediari creditizi	198
Le attività	199
Le passività	207
I conti economici	210

SERVIZI E INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI E DEI MERCATI FINANZIARI

18. Il sistema dei pagamenti	217
Il processo di integrazione dei servizi e dei sistemi di pagamento in Europa	217
Gli strumenti di pagamento	220
Il servizio di Tesoreria statale	223
Le infrastrutture a supporto del sistema dei pagamenti	224
I sistemi privati di compensazione e regolamento dei pagamenti	225
Il regolamento in base monetaria	226
TARGET2-Securities e il CCBM2	230
19. I sistemi di negoziazione e di regolamento dei titoli	231
Il processo di integrazione dei mercati finanziari internazionali	231
I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato	232
Il mercato interbancario dei depositi	233
I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia	234

LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

20. Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria	239
Gli effetti della turbolenza finanziaria e l'azione di vigilanza	240
Redditività, patrimonio e qualità degli attivi dei gruppi bancari	244
I rischi	248
Le prove di resistenza del sistema bancario a shock estremi	252
Redditività, patrimonio e rischi degli intermediari non bancari	253
21. La struttura degli intermediari bancari e finanziari	258
Le banche e i gruppi bancari	259
Gli intermediari non bancari	264

22. L'azione di Vigilanza	267
La cooperazione internazionale	267
La normativa nazionale	270
L'attività di controllo	276

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

23. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio	283
Relazione sulla gestione	284
L'assetto istituzionale	284
La pianificazione strategica e operativa	285
Le risorse umane, informatiche e logistiche	286
La circolazione monetaria	288
Le risorse finanziarie	289
Sintesi delle risultanze di bilancio	292
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	294
Stato patrimoniale e Conto economico	297
Nota integrativa	301
Tavole analitiche di Stato patrimoniale e di Conto economico	301
Principi, criteri e schemi di bilancio	307
Commento alle voci dello Stato patrimoniale	312
Commento alle voci del Conto economico	329
Proposte del Consiglio Superiore	337
24. Documentazione allegata al bilancio	338
Relazione del Collegio sindacale	338
Dati di bilancio delle società controllate e collegate	341
Relazione della società di revisione	348

CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

AVVERTENZE

Segni convenzionali:

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

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

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

Nel 2007 la crescita dell'economia mondiale è stata ancora robusta, pari al 4,9 per cento (5,0 nel 2006); nel corso dell'anno si è indebolita nelle principali aree industrializzate, è rimasta elevata in quelle emergenti. Si sono manifestate ovunque pressioni inflazionistiche connesse soprattutto con l'accelerazione dei prezzi delle materie di base.

Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 2,2 per cento; dalla metà del 2006, l'attività economica ha risentito dell'acuirsi dei problemi del mercato immobiliare, che si è tradotto in una caduta degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni si sono ridotti innescando gravi tensioni sui mercati delle attività finanziarie basate sulla cartolarizzazione dei mutui (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutarî*); la fase di debolezza del mercato immobiliare prosegue tuttora, risentendo anche dell'inasprimento delle condizioni di accesso al credito, e la riduzione dei prezzi potrebbe accentuarsi nell'anno in corso. Da settembre la Riserva federale ha modificato l'orientamento della politica monetaria, abbassando più volte il tasso obiettivo sui federal funds, complessivamente per 3,25 punti percentuali, pur in presenza di perduranti pressioni inflazionistiche. L'azione espansiva, comparabile per intensità a quella esercitata nel 2001, è volta a limitare gli effetti delle turbolenze nei mercati monetari e finanziari sull'attività economica.

In Giappone la crescita, pari al 2,1 per cento, è stata sospinta dalla domanda estera, a fronte di un indebolimento di quella interna. In tale contesto, e in presenza di un'inflazione prossima allo zero, la Banca del Giappone ha mantenuto condizioni monetarie accomodanti. È proseguita l'azione di consolidamento fiscale: il disavanzo pubblico è sceso al 4,9 per cento del prodotto, dal 5,9 nel 2006.

Nell'Unione europea (UE) il ritmo di espansione è diminuito lievemente, al 2,8 per cento. Nei nove paesi nuovi membri che ancora non hanno adottato l'euro la crescita, pur con notevoli differenze, si è mantenuta elevata, al 6,2 per cento; le pressioni inflazionistiche si sono intensificate, i disavanzi di parte corrente si sono ampliati, ma sono stati finanziati agevolmente da afflussi di capitale elevati, in particolare nel comparto bancario.

Le principali economie emergenti (Cina, India, Brasile e Russia), il cui peso sul prodotto mondiale, misurato alle parità dei poteri d'acquisto, è ormai pari al 21 per cento, hanno continuato a espandersi a un ritmo prossimo al 10 per cento; l'inflazione è risultata in aumento. Gli afflussi di capitali dall'estero si sono mantenuti cospicui; le pressioni all'apprezzamento del tasso di cambio sono state ancora contrastate attraverso l'accumulo di riserve valutarie.

L'economia statunitense

Nel 2007 il PIL degli Stati Uniti è aumentato del 2,2 per cento (2,9 nel 2006; tav. 1.1). Nel quarto trimestre l'economia ha ristagnato risentendo delle turbolenze sui mercati finanziari e della crisi del mercato immobiliare. La caduta degli investimenti residenziali, pari nella media dell'anno al 17 per cento, ha sottratto un punto percentuale alla crescita del prodotto.

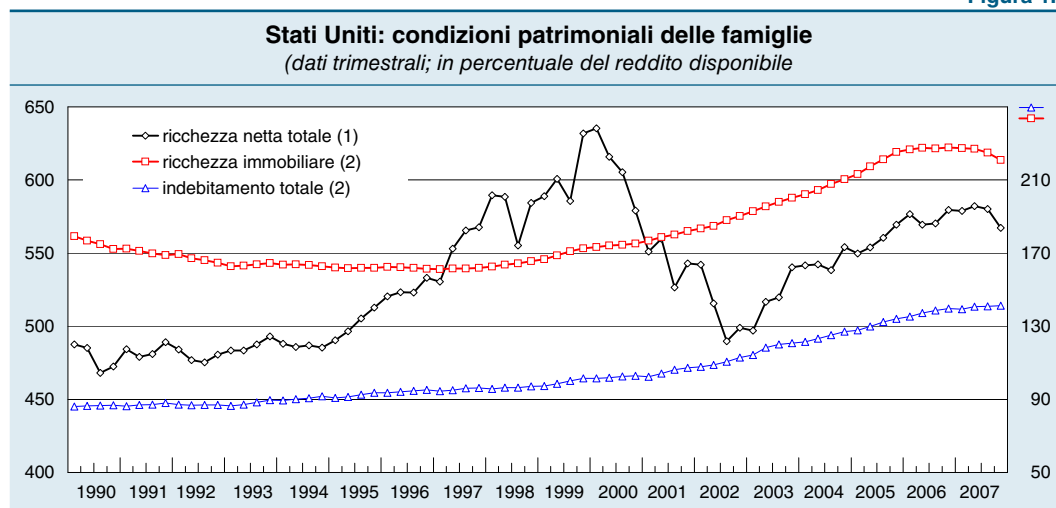
Tavola 1.1

PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)					
	2003	2004	2005	2006	2007
Stati Uniti					
PIL (1)	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2
Domanda interna (1)	2,8	4,1	3,1	2,8	1,5
Inflazione (2)	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9
Canada					
PIL (1)	1,9	3,1	3,1	2,8	2,7
Domanda interna (1)	4,6	4,3	5,1	4,4	4,3
Inflazione (2)	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1
Giappone					
PIL (1)	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1
Domanda interna (1)	0,8	1,9	1,7	1,6	1,0
Inflazione (2)	-0,3	..	-0,3	0,3	..
Unione Europea					
PIL (1)	1,3	2,5	1,9	3,1	2,9
Domanda interna (1)	1,9	2,5	2,0	3,0	2,8
Inflazione (2)	2,1	2,3	2,3	2,3	2,4
Regno Unito					
PIL (1)	2,8	3,3	1,8	2,9	3,0
Domanda interna (1)	2,8	3,8	1,6	2,8	3,7
Inflazione (2)	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3
Economie avanzate					
PIL (3)	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7
<i>Per memoria:</i>					
Prodotto mondiale (3)	3,6	4,9	4,4	5,0	4,9
Fonte: FMI e statistiche nazionali. (1) Quantità a prezzi concatenati. – (2) Indice dei prezzi al consumo. – (3) Quantità a prezzi costanti.					

I consumi delle famiglie sono aumentati del 2,9 per cento (3,1 nel 2006), un ritmo di crescita sostanzialmente in linea con quello del reddito reale disponibile. Il saggio di risparmio, ridottosi di due punti percentuali nei precedenti quattro anni, è rimasto invariato allo 0,4 per cento. Nel 2008 i consumi potrebbero risentire del deterioramento delle condizioni patrimoniali verificatosi nel 2007.

La ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, nel 2007 ha segnato un calo di oltre dieci punti (al 567 per cento), in larga parte dovuto alla flessione della ricchezza immobiliare (fig. 1.1). La caduta dei prezzi delle abitazioni ha ridotto la capacità delle famiglie di finanziare i propri consumi aumentando i debiti a fronte di garanzie immobiliari, attraverso meccanismi quali le home equity lines, una scelta di finanziamento incentivata dalla deducibilità fiscale degli interessi sui mutui ipotecari. L'indebitamento complessivo delle famiglie, in continua ascesa dai primi anni novanta, si è stabilizzato al 141 per cento del reddito disponibile alla fine del 2007. L'incidenza del servizio del debito si è ridotta solo marginalmente rispetto al 2006, collocandosi attorno al 14 per cento, un livello elevato nel confronto storico.

Figura 1.1



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

Gli investimenti produttivi sono aumentati del 4,7 per cento (6,6 nel 2006). I profitti delle società non finanziarie, nella misurazione coerente con i criteri di contabilità nazionale, dopo cinque anni di crescita elevata, pari in media al 18 per cento, sono diminuiti del 3,7. Per l'aggregato di queste società non sono emersi problemi di finanziamento esterno; il tasso di insolvenza sulle obbligazioni societarie, pressoché nullo, e la bassa incidenza degli oneri finanziari netti sul margine operativo netto indicano una situazione patrimoniale solida. Tuttavia, il tasso di indebitamento, misurato in rapporto al valore aggiunto lordo del settore, ha segnato nell'anno un incremento di circa sei punti percentuali, collocandosi alla fine del 2007 su un valore simile a quello registrato alla fine del 2001 (90 per cento).

Nella media del 2007 la crescita dell'occupazione è stata pari a poco più dell'1 per cento; nel corso dell'anno le condizioni del mercato del lavoro sono gradualmente peggiorate, con un tasso di disoccupazione che ha raggiunto il 5 per cento in dicembre (dal 4,4 alla fine del 2006). Nei primi quattro mesi del 2008 l'occupazione dipendente è diminuita, complessivamente, di 260 mila unità.

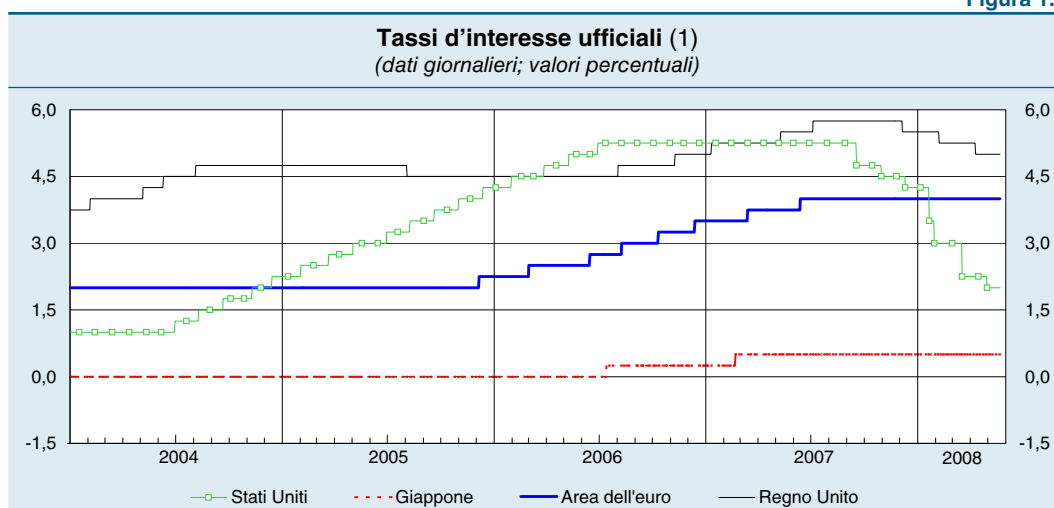
Secondo dati preliminari, nel primo trimestre dell'anno in corso l'attività economica ha continuato a essere debole (con un aumento del PIL dello 0,6 per cento in ragione d'anno, come nel quarto trimestre del 2007), sostenuta soprattutto dal contributo delle scorte. Gli investimenti residenziali hanno continuato a cadere a ritmi superiori al 25 per cento; quelli produttivi si sono ridotti del 2,5. I consumi hanno ulteriormente rallentato.

Nella media del 2007 i prezzi al consumo sono aumentati del 2,9 per cento, registrando però un brusco incremento da agosto, sospinti dall'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari e dell'energia. Al netto di tali prodotti l'inflazione si è attestata nella media dell'anno al 2,3 per cento. Le aspettative d'inflazione a medio-lungo termine – sia quelle derivanti dalle indagini, sia quelle desumibili dal rendimento dei titoli pubblici indicizzati – sono aumentate solo lievemente. I prezzi delle importazioni hanno nettamente accelerato riflettendo il deprezzamento del dollaro.

Tra il luglio 2005 e l'aprile 2008, a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro del 15 per cento, i prezzi in dollari delle importazioni di prodotti non energetici hanno registrato un incremento pari a quasi undici punti percentuali. In particolare, quelli di manufatti provenienti dai paesi industrializzati sono aumentati del 14 per cento. In questo contesto, i beni provenienti dalla Cina, che ormai rappresentano il 17 per cento del totale delle importazioni statunitensi, hanno continuato ad avere un rilevante ruolo di contenimento della dinamica dei prezzi all'importazione, registrando aumenti limitati (3 per cento, a fronte di un deprezzamento del dollaro nei confronti della valuta cinese pari al 15 per cento). Il consistente rialzo dei prezzi delle importazioni suggerisce – in prima approssimazione, poiché non si sta tenendo conto della dinamica dei prezzi alla produzione nei paesi esportatori – un aumento dell'influenza del tasso di cambio sui prezzi delle importazioni (pass-through), dopo il significativo declino registrato tra gli anni ottanta e i primi anni dell'attuale decennio. Il fenomeno potrebbe essere almeno in parte ricondotto alle difficoltà delle imprese esportatrici, localizzate in paesi le cui valute hanno registrato un prolungato e consistente apprezzamento nei confronti del dollaro, a ridurre ulteriormente i propri margini di profitto sul mercato statunitense.

Fino all'estate del 2007 la Riserva federale aveva lasciato invariato per oltre un anno il tasso obiettivo sui federal funds al 5,25 per cento, segnalando il rischio che le pressioni inflazionistiche potessero richiedere un orientamento più restrittivo della politica monetaria (fig. 1.2). Dallo scorso agosto, per contrastare le turbolenze finanziarie e la loro trasmissione ai mercati monetari e interbancari, la Riserva federale è intervenuta ripetutamente fornendo liquidità, in alcuni casi anche in coordinamento con le altre principali banche centrali (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Tra settembre e dicembre, pur in un contesto di inflazione in aumento, il tasso d'interesse di riferimento è stato ridotto per tre volte, complessivamente per un punto percentuale,

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali

(1) Dati giornalieri. Per Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per Giappone: tasso obiettivo sull'overnight sul mercato monetario; per area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra, prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine.

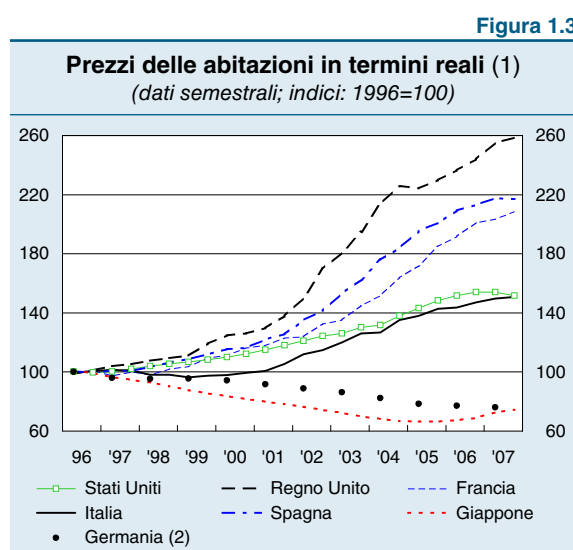
al 4,25 per cento. Dall'inizio del 2008 con l'ulteriore indebolimento dell'attività economica, anche in seguito all'inasprimento delle condizioni di accesso al credito per famiglie e imprese, la Riserva federale ha abbassato il tasso obiettivo sui federal funds per altre quattro volte, fino al 2 per cento. In base alle quotazioni più recenti dei contratti futures, i mercati non si attendono ulteriori variazioni dei tassi di riferimento entro la fine dell'anno.

Nell'esercizio finanziario 2006-07, conclusosi nello scorso settembre, il disavanzo del bilancio federale si è ridotto all'1,2 per cento del PIL, dall'1,9 nel 2006. Tale riduzione è stata interamente di natura strutturale: al netto del ciclo, infatti, il disavanzo è sceso a meno dell'uno per cento del PIL, dall'1,8 nel 2006. Il miglioramento dei conti federali è derivato, oltre che dal persistere di un'elevata crescita del gettito delle imposte sul reddito delle persone fisiche, anche dal contenimento della spesa discrezionale: quella non destinata alla difesa, in particolare, che nel biennio 2005-06 era aumentata a un ritmo medio annuo del 6,1 per cento, nel 2007 è diminuita dello 0,7; quella per la difesa ha continuato a crescere a tassi superiori al 5 per cento.

La politica di bilancio è ora influenzata significativamente dall'estendersi della crisi del mercato del credito. Nel febbraio 2008, per contrastare l'indebolimento dell'attività economica, il Congresso statunitense ha approvato l'*Economic Stimulus Act* che introduce tagli d'imposta temporanei per complessivi 168 miliardi di dollari (pari a poco più dell'1 per cento del prodotto), in larga misura gravanti sul bilancio dell'esercizio in corso. Gli sgravi sono indirizzati per circa i due terzi alle famiglie, favorendo in particolare quelle con reddito più basso e con più figli, e per la restante parte alle imprese, costituiti principalmente da incentivi che consentono di innalzare gli ammortamenti fiscalmente deducibili relativi agli investimenti in macchinari effettuati nel 2008.

Il mercato delle abitazioni. – La flessione dei prezzi delle abitazioni avviatasi nel 2006 è proseguita nell'anno trascorso; nel secondo semestre, depurati delle variazioni dei prezzi al consumo, i valori immobiliari si sono ridotti, rispetto al periodo corrispondente, del 9 per cento secondo l'indice Case-Shiller, riferito alle 10 principali aree metropolitane; del 2 secondo quello elaborato dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO, fig. 1.3). Nei primi mesi del 2008 la caduta dei prezzi si è accentuata: in febbraio l'indice Case-Shiller registrava una flessione del 14 per cento, rispetto a un anno prima. Pressioni al ribasso sui prezzi delle abitazioni hanno iniziato a emergere anche in altri paesi avanzati.

Nel corso del secondo semestre del 2007, il valore reale degli immobili ha iniziato a ridursi nel Regno Unito, in Francia e in Spagna, sebbene nella media del periodo le quotazioni siano rimaste su livelli superiori, rispettivamente, del 6, del 4 e del 2 per cento, rispetto allo stesso semestre del 2006; in Germania i prezzi delle abitazioni hanno



Fonte: elaborazione sulla base di statistiche nazionali.

(1) Valori nominali deflazionati con i prezzi al consumo. – (2) Dati annuali.

continuato a diminuire. In Italia, pur in rallentamento, le quotazioni sono risultate superiori del 3 per cento rispetto al semestre corrispondente del 2006. In Giappone, i prezzi degli immobili hanno proseguito il recupero avviato dal 2005 dopo oltre un decennio di flessione.

Negli Stati Uniti la flessione dei prezzi ha determinato un sensibile aumento delle morosità e delle insolvenze sui mutui ipotecari, prevalentemente nel segmento dei mutui concessi a fronte di limitate garanzie personali (*subprime*), che costituiscono circa il 14 per cento del totale dei mutui in essere. Il tasso di morosità nel segmento *subprime* è aumentato dall'11,6 per cento della fine del 2005 al 17,3 nel dicembre del 2007. L'incremento è stato più marcato per i mutui a tasso variabile, che costituiscono i due terzi del totale di questo comparto, e per quelli concessi più di recente, anche in seguito all'allentamento dei criteri di concessione del credito da parte degli intermediari. Il calo dei prezzi delle abitazioni ha reso più difficile incrementare l'indebitamento garantito dal valore degli immobili, mettendo in difficoltà soprattutto quei debitori che vi avevano fatto affidamento per far fronte al previsto aumento delle rate. Questo fattore è risultato rilevante soprattutto per i sottoscrittori di mutui caratterizzati da rate molto basse per i primi due o tre anni, ma destinate a salire in misura significativa successivamente, anche in assenza di variazioni dei tassi di mercato.

Nel 2007, la domanda di abitazioni è rallentata: l'accensione di nuovi mutui si è ridotta. Gli indicatori anticipatori dell'attività nel settore immobiliare statunitense (domande di licenza di costruzione, avvio di nuove costruzioni) segnalano che la crisi del settore non si sta attenuando. Il numero di mesi occorrenti per smaltire le nuove abitazioni invendute ha continuato ad aumentare. Ne dovrebbero derivare ulteriori correzioni al ribasso dei prezzi degli immobili; le quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller, rilevate nel maggio dell'anno in corso, prospettano un calo ulteriore dei prezzi delle abitazioni di oltre il 10 per cento entro la fine del 2008.

La differenza fra il valore osservato del rapporto tra il prezzo delle case e gli affitti e quello di equilibrio, stimato attraverso il calcolo del costo d'uso della proprietà immobiliare (una misura della sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni; cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati finanziari e valutarî internazionali* nella Relazione sull'anno 2005) aveva raggiunto un picco del 23 per cento nel quarto trimestre del 2006; si è ridotta lo scorso anno di tre punti percentuali. Indicazioni non dissimili si riscontrano anche confrontando il valore osservato del rapporto tra prezzi delle case e reddito disponibile con la sua media storica. Nei primi anni ottanta, quando si era registrata una sopravvalutazione dei valori immobiliari del 20 per cento, il processo di riequilibrio era durato circa cinque anni, senza, peraltro, richiedere variazioni consistenti dei prezzi delle abitazioni. Nella fase attuale, in presenza di una riduzione dei prezzi più brusca, il processo potrebbe rivelarsi più rapido.

L'economia giapponese

In Giappone il prodotto è cresciuto del 2,1 per cento (2,4 nel 2006), riflettendo il rallentamento della domanda interna, che nella seconda metà dell'anno si è addirittura ridotta. Particolarmente debole è stata la domanda per investimenti, soprattutto quelli residenziali, che hanno registrato nell'anno una caduta del 9,5 per cento, anche a causa dell'inasprimento delle regole sugli standard di costruzione per i nuovi edifici. I consu-

mi hanno segnato una netta decelerazione nel corso dell'anno, risentendo del calo dei salari nominali e dell'espansione ancora debole dell'occupazione (0,5 per cento, da 0,4 nel 2006). Il principale sostegno alla crescita è provenuto dal settore estero.

Nel primo trimestre dell'anno in corso l'accelerazione del prodotto, al 3,3 per cento in ragione d'anno, sembra aver beneficiato del buon andamento dei consumi delle famiglie e della domanda estera.

I prezzi al consumo sono rimasti sostanzialmente invariati, come nel 2006; dall'ultimo trimestre dell'anno, in seguito al rincaro dei prodotti energetici e alimentari, l'inflazione si è innalzata collocandosi, nel marzo del 2008, all'1,2 per cento, sui dodici mesi. L'inflazione di fondo (che esclude la variazione dei prezzi dei prodotti alimentari freschi) ha mostrato un andamento analogo.

Nel febbraio del 2007, in seguito al rafforzamento della crescita, la Banca del Giappone aveva aumentato di 25 punti base il tasso d'interesse obiettivo, allo 0,5 per cento. In quell'occasione aveva, inoltre, annunciato l'intenzione di innalzarlo con gradualità in relazione al futuro andamento dell'attività economica e dei prezzi. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, le attese di ulteriori rialzi si sono via via affievolite con l'estendersi delle turbolenze sui mercati finanziari internazionali e l'emergere di segnali di debolezza del ciclo. L'orientamento della politica monetaria è rimasto invariato e, attualmente, le quotazioni dei futures sugli eurodepositi in yen a tre mesi segnalano che non sono attese variazioni dei tassi ufficiali entro la fine dell'anno.

Nell'esercizio finanziario 2007-08, conclusosi nel marzo dell'anno in corso, il disavanzo pubblico è sceso al 4,9 per cento del PIL, un punto in meno che nel 2006, beneficiando soprattutto del forte aumento delle entrate connesso con il buon andamento dei profitti delle imprese. Il miglioramento dei conti pubblici dovrebbe segnare quest'anno una battuta d'arresto in seguito al previsto rallentamento dell'economia: la legge di bilancio per il 2008 prevede, infatti, un disavanzo invariato. Non sono mutati, tuttavia, gli obiettivi di medio termine, in base ai quali il saldo primario – attualmente pari al -0,9 per cento del PIL – raggiungerebbe una situazione di avanzo nell'anno fiscale 2011. Ciò consentirebbe di invertire la tendenza crescente del debito pubblico, attestatosi quest'anno al 164,9 per cento del prodotto, due punti in più rispetto al 2006.

L'economia della UE

Nel 2007 il ritmo di espansione dell'Unione europea (UE-27) si è lievemente ridotto, al 2,8 per cento (dal 3,1 nel 2006); nell'area dell'euro il prodotto, pur rallentando nel secondo semestre, ha registrato nella media dell'anno un incremento del 2,6 per cento (2,8 nel 2006), un ritmo ben superiore a quello medio del triennio 2003-05 (1,5 per cento; cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*).

Nel Regno Unito l'attività economica è cresciuta del 3 per cento, sospinta dall'accelerazione dei consumi e dall'elevata dinamica degli investimenti; il settore estero ha sottratto alla crescita del prodotto circa mezzo punto percentuale. Nel primo semestre l'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è rimasta ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento, inducendo la Banca d'Inghilterra a innalzare in tre occasioni il tasso di riferimento della politica monetaria per complessivi 75 centesimi di

punto, al 5,75 per cento. Successivamente, i prezzi hanno rallentato, fino all'1,7 in agosto. Dall'ultimo trimestre del 2007, l'acutizzarsi delle tensioni finanziarie e il peggioramento del quadro congiunturale hanno indotto la Banca d'Inghilterra ad abbassare i tassi di riferimento fino al 5 per cento, nonostante la ripresa dell'inflazione, risalita nell'aprile dell'anno in corso al 3 per cento. Quest'ultima, secondo le più recenti previsioni delle autorità monetarie, dovrebbe continuare a salire nei prossimi mesi, risentendo del rincaro dell'energia e dell'aumento dei prezzi dei beni importati, per ritornare verso l'obiettivo del 2 per cento solo nel 2010. Nell'esercizio finanziario 2007-08, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo del settore pubblico è salito al 2,6 per cento circa del PIL (dal 2,3 nel 2006-07). La legge di bilancio per l'anno finanziario in corso prevede che l'intervento per il salvataggio della Northern Rock determini un aumento temporaneo dello stock del debito lordo pari all'1 per cento del PIL.

Nel febbraio dell'anno in corso la Northern Rock, un'importante banca britannica, che da settembre 2007 aveva ricevuto fondi straordinari dalla Banca d'Inghilterra (con il consenso del Tesoro e della Financial Services Authority) per far fronte alle gravi difficoltà a finanziarsi sul mercato, è stata nazionalizzata. Alla fine di marzo del 2008 l'ammontare dei prestiti ottenuti era pari a 24 miliardi di sterline. Nell'anno finanziario in corso tali prestiti saranno interamente sostituiti da finanziamenti diretti da parte del Tesoro che dovrebbero essere ripagati entro il 2010.

Nei paesi nuovi membri della UE che ancora non hanno adottato l'euro la crescita del prodotto, pur con notevoli differenze, è proseguita a ritmi elevati (6,2 per cento, contro il 6,6 nel 2006), sospinta dalla domanda interna (tav. 1.2). I consumi delle famiglie sono aumentati in media del 6,2 per cento (6,7 nel 2006), indebolendosi nella seconda metà dell'anno, soprattutto nei paesi baltici e in Ungheria. Gli investimenti hanno accelerato al 14,8 per cento, sostenuti dall'espansione del credito; quello alle famiglie ha continuato a crescere a ritmi elevati, soprattutto nel comparto dei mutui immobiliari.

Tavola 1.2

Principali indicatori macroeconomici nei paesi nuovi membri della UE che non fanno parte dell'area dell'euro (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)													
Paesi	PIL		Prezzi al consumo (1)		Credito bancario		Saldo di conto corrente (2)		Investimenti diretti: flussi netti in entrata (2)		Altri investimenti: flussi netti in entrata (2)		
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Bulgaria	6,3	6,2	7,4	7,6	24,7	62,7	-17,8	-21,5	23,1	20,5	2,3	15,6	
Estonia	11,2	7,1	4,4	6,7	62,1	35,8	-15,5	-17,4	3,5	4,5	21,3	13,7	
Lettonia	12,2	10,3	6,6	10,1	58,3	34,0	-22,5	-22,9	7,5	7,2	22,6	20,6	
Lituania	7,7	8,8	3,8	5,8	40,6	42,8	-10,8	-13,7	5,1	3,5	11,2	12,8	
Polonia	6,2	6,5	1,3	2,6	24,0	31,5	-2,7	-3,7	2,9	3,4	1,7	6,2	
Repubblica Ceca	6,4	6,6	2,1	3,0	21,9	28,5	-3,1	-2,6	3,2	4,6	1,1	-0,1	
Romania	7,9	6,0	6,6	4,9	56,4	60,4	-10,4	-14,1	8,9	6,0	6,3	10,9	
Slovacchia	8,5	10,4	4,3	1,9	22,9	22,2	-7,0	-5,3	6,8	3,5	-7,4	6,3	
Ungheria	3,9	1,3	4,0	7,9	16,7	18,8	-6,0	-4,9	0,8	1,0	3,6	6,3	
Per memoria:													
Area dell'euro (3)	2,8	2,6	2,2	2,1	10,8	11,1	..	0,3	-1,7	-1,1	-0,1	0,7	

Fonte: Elaborazioni su dati BCE, Eurostat, Commissione Europea.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) In rapporto al PIL. – (3) Area dell'euro: comprensiva di 15 paesi, inclusi Slovenia, Cipro e Malta.

La robusta crescita della domanda interna e l'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici hanno rafforzato le pressioni inflazionistiche in quasi tutti i paesi. In media l'inflazione al consumo è salita al 5,7 per cento, dal 4,5 nel 2006. Nei paesi baltici e in Ungheria l'aumento, assai più elevato rispetto agli altri paesi, ha riflesso anche il processo di adeguamento dei prezzi amministrati e della tassazione indiretta ai livelli medi della UE.

Per contenere l'espansione del credito e contrastare le spinte inflazionistiche le autorità monetarie di tutti i paesi, a eccezione di Estonia e Slovacchia, hanno adottato misure restrittive. Nei paesi con tasso di cambio flessibile (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) i tassi di riferimento sono stati innalzati tra un minimo di 75 punti base in Ungheria e un massimo di 300 in Romania. In Bulgaria e Lituania, che hanno un regime di *currency board* con l'euro, e in Lettonia, che segue un regime di fluttuazione ristretta rispetto alla parità centrale con l'euro (+/-1 per cento), le autorità monetarie hanno aumentato i tassi di rifinanziamento marginale presso la banca centrale (*standing facilities*), rispettivamente di 150, di 60 e di 100 punti base.

Nel 2007 il disavanzo delle partite correnti si è ulteriormente ampliato in quasi tutti i paesi (in media all'11,8 per cento in rapporto al PIL, dal 10,6 nel 2006), riflettendo i maggiori esborsi dal lato delle importazioni, causati dai forti rincari delle materie prime. Tale disavanzo è stato finanziato in larga misura dagli afflussi di capitali dall'estero, prevalentemente di prestiti bancari (in media pari al 14,5 per cento del PIL). Gli afflussi di investimenti diretti si sono mantenuti nel complesso elevati (6 per cento del prodotto), particolarmente in Bulgaria (20,5 per cento).

Anche grazie alla favorevole evoluzione ciclica, il disavanzo pubblico si è ridotto in tutti i paesi, a eccezione di Lituania e Romania. Polonia, Slovacchia e Ungheria hanno attuato misure di riduzione della spesa. Nell'aprile scorso la Slovacchia ha avanzato richiesta di valutazione del grado di convergenza economica, al fine di un'eventuale adozione dell'euro nel gennaio 2009.

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

Cina. – Nel 2007 la crescita è ancora salita, all'11,9 per cento, dall'11,6 dell'anno precedente (tav. 1.3), beneficiando dell'accelerazione sia della domanda interna, sia di quella estera.

L'espansione degli investimenti è rimasta assai robusta, contribuendo per 4,6 punti percentuali alla crescita del prodotto. L'incremento è stato maggiore nei comparti della lavorazione delle materie prime e in quello dei macchinari e dei servizi immobiliari. Segnali d'indebolimento sono emersi alla fine dell'anno in alcuni settori del manifatturiero maggiormente legati alle esportazioni, che hanno risentito del rallentamento della domanda proveniente dalle economie avanzate.

Un esercizio econometrico, condotto su 28 settori dell'industria manifatturiera in Cina nel periodo 1993-2006, mette in evidenza che l'elasticità con cui gli investimenti in capitale fisso reagiscono a una variazione delle esportazioni è relativamente elevata, intorno all'unità. Dato il peso assai rilevante degli investimenti nel comparto manifatturiero, pari a circa il 17 per cento del prodotto, un rallenta-

mento delle esportazioni di cinque punti percentuali comporterebbe un ridimensionamento della crescita del PIL indotta da quella degli investimenti pari a un punto.

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India Brasile e Russia (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (2)		Peso sul PIL mondiale alle PPA (3)	Pil pro capite alle PPA (4)
	2002-06 (1)	2007	2002-06 (1)	2007	2002-06 (1)	2007	2007	2007
Cina	10,1	11,9	1,5	4,8	5,1	11,1	10,8	5.292
India	7,6	9,2	4,5	6,4	0,1	-1,8	4,6	2.659
Brasile	3,3	5,4	8,1	3,6	0,8	0,3	2,8	9.080
Russia	6,6	8,1	12,6	9,0	9,4	5,9	3,2	14.692
Per memoria								
<i>Paesi emergenti</i>	6,7	7,9	6,1	6,4	2,9	4,2	43,6	5.202
<i>Paesi avanzati</i>	2,5	2,7	2,0	2,2	-1,0	-1,2	56,4	37.115

Fonte: FMI.
(1) Valori medi annui. – (2) In rapporto al PIL. – (3) Valori percentuali. – (4) In dollari USA.

I consumi complessivi, pari a circa il 50 per cento del PIL, hanno contribuito per 4,7 punti alla crescita del prodotto, sospinti dall'accelerazione di quelli pubblici e dall'aumento dell'occupazione. Quest'ultima è salita di 10,4 milioni di unità nelle aree urbane; a fronte di un afflusso di lavoratori dalle aree rurali pari a circa il doppio, il tasso di disoccupazione è rimasto costante al 4 per cento.

L'inflazione al consumo è aumentata bruscamente, al 4,8 per cento (1,5 nel 2006), riflettendo in larga misura il rincaro dei prodotti alimentari. Nell'anno in corso l'inflazione è ulteriormente salita, collocandosi all'8,5 per cento in aprile. L'accelerazione dei prezzi al consumo ha riflesso soprattutto quella dei prodotti alimentari (12,3 per cento nel 2007), che rappresentano oltre un terzo della spesa complessiva delle famiglie, per effetto sia dei rincari registrati sui mercati internazionali sia di fattori interni che hanno determinato una contrazione dell'offerta di alcuni prodotti, particolarmente della carne. Al netto dei beni alimentari l'inflazione rimane contenuta (all'1,8 per cento lo scorso marzo).

Le accentuate pressioni inflazionistiche hanno indotto la Banca centrale cinese (People's Bank of China - PBC) a inasprire l'azione di restrizione. Nel corso del 2007, al fine di drenare l'eccesso di liquidità, la PBC ha fatto ricorso a operazioni di mercato aperto e ha innalzato in più occasioni il tasso di riferimento sui prestiti bancari e il coefficiente di riserva obbligatoria. Quest'ultimo è stato portato fino al 16,5 per cento nel maggio dell'anno in corso, dal 9,5 del gennaio 2007. L'eccesso di liquidità è stato alimentato dal forte accumulo di riserve valutarie con cui le autorità hanno in larga misura contrastato le pressioni all'apprezzamento del cambio, generate dal forte avanzo commerciale e dal cospicuo afflusso di investimenti diretti dall'estero (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Nel primo trimestre del 2008 la crescita del PIL è scesa al 10,6 per cento, risentendo degli effetti sull'attività produttiva di condizioni climatiche avverse e dell'indebolimento delle esportazioni.

India. – Nel 2007 l'attività economica si è espansa a ritmi assai elevati per il quinto anno consecutivo, al 9,2 per cento, riflettendo la robusta dinamica della domanda interna. Il settore terziario ha continuato a fornire il maggior contributo alla crescita.

L'inflazione all'ingrosso, indice di riferimento della politica monetaria, che all'inizio del 2007 aveva raggiunto il picco del 6,5 per cento, a fronte di una soglia di tolleranza fissata attorno al 5 per cento, è gradualmente scesa nel corso dell'anno (al 3,6 per cento in dicembre), in seguito alle misure restrittive adottate dalle autorità monetarie. In un contesto di pieno utilizzo della capacità produttiva e di ampia liquidità alimentata dagli afflussi di capitali, il rincaro dei prezzi dei prodotti petroliferi e alimentari ha nuovamente spinto l'inflazione all'inizio del 2008: l'aumento dei prezzi ha raggiunto il 7,3 per cento in aprile. Nello stesso mese la Banca centrale ha ulteriormente innalzato il coefficiente di riserva obbligatoria in due occasioni, per complessivi 75 punti base, portandolo all'8,25 per cento.

Grazie alla crescita sostenuta dell'attività economica le entrate fiscali hanno continuato ad aumentare, superando le previsioni iniziali del governo. I maggiori introiti sono stati, in parte, redistribuiti mediante sussidi pubblici per contenere gli effetti della crescita dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici.

La prolungata espansione dell'economia ha favorito un consistente afflusso di capitali anche nel 2007. Gli investimenti diretti dall'estero, che fino al 2005 erano rimasti assai modesti, nel 2007 sono saliti a 23 miliardi di dollari (3,1 per cento in rapporto al PIL). Nel complesso gli afflussi netti di capitale hanno più che compensato il disavanzo di parte corrente (pari all'1,8 per cento del PIL). Le conseguenti pressioni al rialzo della rupia sono state in parte contrastate dalle autorità attraverso un cospicuo accumulo di riserve valutarie.

Brasile. – L'economia brasiliana, che dal 2004 si è attestata su un sentiero di crescita più sostenuta, ha registrato un'ulteriore accelerazione nel 2007 (5,4 per cento), sospinta da consumi e investimenti.

L'espansione dei consumi delle famiglie, al 6,5 per cento, ha beneficiato dell'aumento dell'occupazione e delle retribuzioni (7 per cento); quella degli investimenti, al 13,4 per cento, ha riguardato in misura prevalente i settori maggiormente legati alle esportazioni (agroalimentare ed energia).

Nella seconda metà del 2007 si sono accentuate le pressioni inflazionistiche, soprattutto nel comparto dei beni alimentari; nel complesso dell'anno, tuttavia, l'aumento dei prezzi al consumo, al 3,6 per cento, si è mantenuto entro la fascia obiettivo della politica monetaria. Negli ultimi mesi del 2007 la Banca centrale ha interrotto la fase accomodante e nell'aprile di quest'anno, a seguito dell'accentuarsi delle pressioni inflazionistiche, ha innalzato il tasso di riferimento all'11,75 per cento. L'azione monetaria restrittiva è stata preceduta in marzo dall'introduzione di un'imposta sugli investimenti esteri in strumenti a reddito fisso a breve termine, allo scopo di scoraggiare gli afflussi di capitale che in parte riflettono posizioni speculative connesse con operazioni di *carry trade*.

Russia. – Nel 2007 il PIL è aumentato dell'8,1 per cento, il valore più elevato dell'ultimo quinquennio, spinto dagli elevati introiti derivanti dalle esportazioni di prodotti energetici. I consumi delle famiglie sono aumentati del 13 per cento, sostenuti

dalla robusta dinamica dei salari (16 per cento in termini reali). Gli investimenti hanno accelerato al 21 per cento, trainati da quelli nel comparto energetico.

La crescita sostenuta della domanda interna, l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva e l'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari hanno innescato forti spinte inflazionistiche dalla metà del 2007; lo scorso aprile l'indice dei prezzi al consumo è salito al 14,3 per cento. La Banca centrale ha reso più restrittive le condizioni monetarie, innalzando in due occasioni il tasso di rifinanziamento, complessivamente di 50 punti base, al 10,5 per cento, e i coefficienti di riserva obbligatoria per complessivi 1,5 punti percentuali.

L'avanzo commerciale si è mantenuto assai elevato, a 132 miliardi di dollari, pari al 10,2 per cento del PIL. Le pressioni all'apprezzamento del cambio, accentuate dagli ampi afflussi netti di capitale (80 miliardi di dollari, di cui circa la metà nel comparto bancario) sono state in parte contrastate attraverso l'accumulo di riserve valutarie.

2. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Dalla scorsa estate sui mercati finanziari internazionali si è interrotta la favorevole fase di contenuta variabilità, di bassi premi per il rischio e di prezzi crescenti delle attività che perdurava da un quinquennio. Tale fase era stata caratterizzata da un forte aumento della leva finanziaria e dalla ricerca di rendimenti elevati, favoriti da condizioni di liquidità abbondante e bassi tassi di interesse.

La crisi del mercato dei mutui *subprime* statunitensi e le perdite sugli strumenti di credito strutturato a essi collegati hanno provocato forti tensioni sui mercati interbancari nei principali paesi industriali, che le banche centrali hanno contrastato con misure straordinarie, spesso intervenendo in modo coordinato. Il repentino aumento dell'incertezza ha innescato un processo di ricomposizione dei portafogli a favore di attività più sicure, che ha determinato una diminuzione dei rendimenti dei titoli pubblici e, contestualmente, un calo dei corsi azionari e di quelli delle obbligazioni societarie più rischiose. Il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro e, soprattutto, dello yen si è accentuato dall'estate, anche per effetto della riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Le ripercussioni sui mercati emergenti sono state limitate, grazie al favorevole andamento dell'economia reale e alla riduzione strutturale della vulnerabilità finanziaria di questi paesi.

Le turbolenze finanziarie nei paesi industriali

Nella prima metà del 2007 sui mercati finanziari internazionali hanno continuato a prevalere condizioni favorevoli. Nello stesso periodo, tuttavia, l'aumento dei tassi di morosità e di insolvenza sui mutui *subprime* statunitensi (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*) si era riflesso in un significativo aumento dei premi per il rischio sugli strumenti di credito strutturato a essi collegati, quali le *mortgage-backed securities* (MBS) e le *collateralized debt obligations* (CDO), nelle classi di merito inferiori.

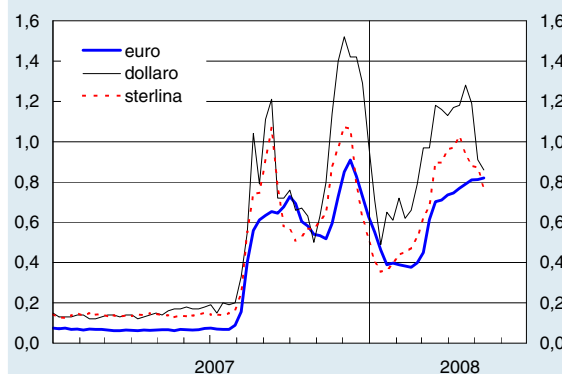
Dall'estate si è avviata una fase di turbolenze, che dagli Stati Uniti si sono rapidamente trasmesse ad altri paesi industriali, in particolare in Europa, dove numerosi intermediari detenevano in portafoglio titoli connessi con il mercato *subprime* statunitense. Tra giugno e luglio, in seguito all'abbassamento del rating di molte MBS e CDO con merito di credito più elevato, le tensioni si sono acuite ed estese a un più ampio spettro di prodotti strutturati e derivati creditizi. La domanda di carta commerciale garantita da *asset-backed securities* (ABS) è caduta repentinamente; ciò ha reso difficoltoso, per alcuni intermediari non bancari, rifinanziare la propria esposizione verso quei mercati.

La scarsa liquidità degli strumenti di credito strutturato e le difficoltà nell'identificare e quantificare il rischio di credito hanno alimentato forti incertezze circa l'entità e la distribuzione delle perdite e, in particolare, timori di una significativa esposizione del sistema bancario, sia diretta sia attraverso entità collegate (*conduits* e *structured investment vehicles*).

Da agosto, un inatteso aumento della domanda di liquidità da parte delle banche per far fronte agli impegni assunti nei confronti delle suddette entità e per scopo precauzionale, assieme alla percezione di un più elevato rischio di controparte, ha provocato tensioni sui mercati interbancari; la riluttanza delle banche a scambiarsi fondi si è riflessa in un repentino rialzo dei tassi sui depositi nelle principali valute e dei differenziali di interesse tra quelli senza e con garanzia (fig. 2.1). È cresciuta l'avversione al rischio degli investitori; ciò si è tradotto in una caduta dei corsi azionari, un aumento degli spread sulle obbligazioni societarie e un calo dei rendimenti dei titoli pubblici; la volatilità corrente e attesa è nettamente aumentata.

Figura 2.1

**Differenziali tra tassi di interesse a 3 mesi
senza e con garanzia;
in dollari, euro e sterline (1)**
(dati medi settimanali; punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Differenza tra il tasso interbancario sull'euromercato per la scadenza indicata e il corrispondente tasso sulle operazioni pronti contro termine; l'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio.

La riflessione condotta nelle sedi internazionali circa la genesi della crisi ha portato a individuare alcuni elementi di fragilità nel funzionamento del modello di intermediazione, definito originate-to-distribute (OTD), in cui le banche o altri prestatori, anziché mantenere la titolarità dei prestiti erogati fino a scadenza, li cartolarizzano e li collocano sul mercato. La transizione verso il modello OTD ha generato in questo decennio notevoli benefici: ha assicurato agli intermediari un utilizzo più efficiente della propria base di capitale, una maggiore disponibilità di fondi e una ridotta volatilità dei profitti; ha accresciuto la disponibilità di credito per famiglie e imprese, riducendone, nel contempo, i costi; ha fornito nuove opportunità di investimento per gli operatori. Poiché rende possibile la frammentazione del rischio di credito e il suo trasferimento a un ampio numero di investitori, esso può contribuire alla stabilità finanziaria.

Negli ultimi anni si è, tuttavia, riscontrato un indebolimento degli standard applicati nella concessione del credito, indotto anche dalla prospettiva di cederne il rischio connesso; tale tendenza è stata particolarmente accentuata nel settore dei mutui subprime, ma si è osservata anche in altri settori, quale quello dei leveraged loans. All'allentamento del monitoraggio del rischio di credito all'origine non è corrisposto un rafforzamento dello stesso controllo negli stadi successivi della catena distributiva, data anche la complessità e l'opacità dei prodotti strutturati. Si è inoltre rivelata inadeguata, da parte dei detentori finali, la gestione dei rischi di mercato e di liquidità incorporati da tali strumenti, anche per la diffusa convinzione, nel caso dei mutui subprime, che l'aumento dei prezzi delle abitazioni sarebbe proseguito; ciò ha indotto molti detentori a operare in condizioni di elevata leva finanziaria e bassa diversificazione e a finanziare la propria esposizione emettendo strumenti a breve termine, sottostimando il rischio di un calo della liquidità dei prodotti detenuti in portafoglio. Infine, le procedure che hanno condotto all'assegnazione di rating elevati a molti prodotti strutturati hanno mostrato carenze connesse, in parte, con l'esistenza di conflitti di interesse e con la scarsa disponibilità di dati storici.

Le tensioni, attenuatesi nella seconda metà di settembre in seguito al ribasso dei tassi di interesse negli Stati Uniti, si sono aggravate nuovamente nell'ultimo trimestre e nei primi mesi dell'anno in corso. Vi hanno contribuito le ingenti svalutazioni e perdite su crediti via via annunciate o iscritte a bilancio dagli intermediari finanziari (circa 340 miliardi di dollari fino a metà maggio 2008).

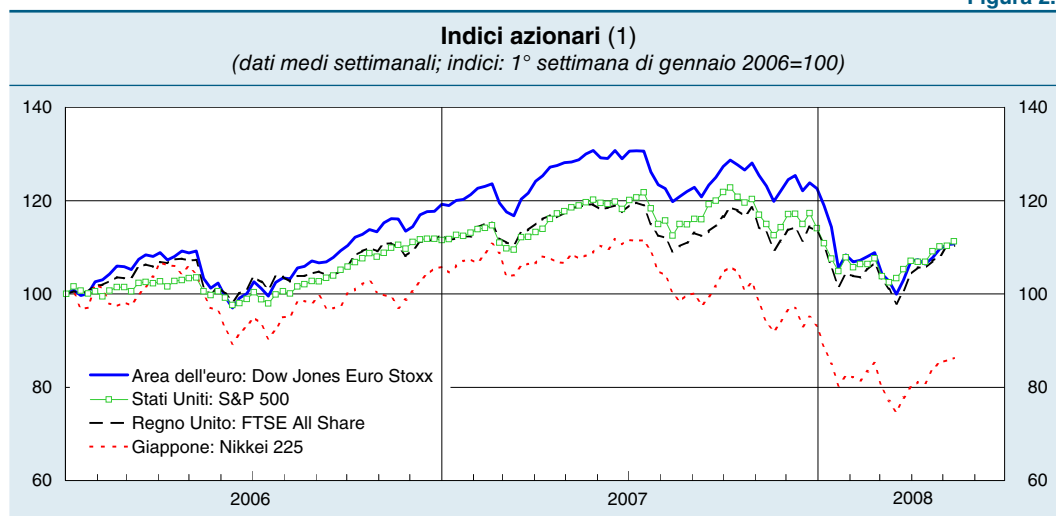
Dall'avvio delle turbolenze le stime delle perdite potenziali connesse con la crisi del mercato delle abitazioni statunitense sono state progressivamente riviste al rialzo; secondo recenti valutazioni del Fondo monetario internazionale, che includono anche altri comparti oltre a quello dei mutui subprime, esse ammonterebbero a circa 600 miliardi di dollari, cui si aggiungerebbero ulteriori 400 miliardi nel settore dell'edilizia non residenziale e dei crediti a consumatori e imprese.

Inoltre, nonostante l'orientamento nettamente espansivo della politica monetaria, hanno pesato il peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare e il rallentamento dell'economia statunitense; l'estendersi della crisi del credito ad altri settori, tra cui quelli dei mutui *prime* e dell'edilizia commerciale; le difficoltà patrimoniali delle società che forniscono assicurazione contro il rischio di credito di alcune attività finanziarie, tra cui i prodotti strutturati, e i conseguenti timori di un possibile declassamento del loro merito di credito, che si estenderebbe agli strumenti da esse garantiti (tra cui le obbligazioni di molte amministrazioni locali).

Il momento più critico è stato raggiunto alla metà di marzo del 2008, in seguito alla crisi di liquidità della banca d'affari Bear Stearns; le potenziali ricadute sistemiche hanno spinto la Riserva federale ad accentuare il taglio dei tassi di interesse e a fornire, tramite la banca JP Morgan Chase, un finanziamento a 28 giorni a Bear Stearns, tecnicamente non autorizzata all'accesso al rifinanziamento presso la banca centrale, approvando poi la proposta della stessa JPMC di acquistare Bear Stearns entro 90 giorni. Da allora vi è stato un parziale recupero sui mercati azionari e su quelli delle obbligazioni societarie più rischiose; tuttavia, le condizioni sui mercati finanziari continuano a essere caratterizzate, nell'insieme, da elevata volatilità.

Alla fine della seconda decade di maggio i principali indici azionari segnavano cali, rispetto ai massimi della scorsa estate, di circa l'8 per cento negli Stati Uniti e nel Regno Unito, del 16 nell'area dell'euro e del 21 in Giappone (fig. 2.2); i corsi dei titoli nel comparto finanziario hanno subito perdite pari a quasi il 30 per cento nelle quattro aree. I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono più che raddoppiati: dalla metà di luglio 2007, quelli per i titoli high yield sono saliti da 2,5 a 5,7 punti percentuali nell'area dell'euro e da 3,1 a 6,7 punti negli Stati Uniti; quelli con rating AAA sono saliti da 0,2 a 0,6 punti nell'area dell'euro e da 0,7 a 1,5 punti negli Stati Uniti. I rendimenti dei titoli pubblici decennali, che nei primi sei mesi dello scorso anno erano aumentati in tutte le aree, sono scesi al 4,3 per cento nell'area dell'euro, al 3,8 negli Stati Uniti, all'1,6 in Giappone e al 4,9 nel Regno Unito, livelli prossimi o inferiori a quelli di inizio 2007 (fig. 2.3). Dallo scorso agosto lo stock di carta commerciale garantita da ABS in essere negli Stati Uniti è diminuito di circa 450 miliardi di dollari, a 750 miliardi.

Figura 2.2



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 18 maggio 2008.

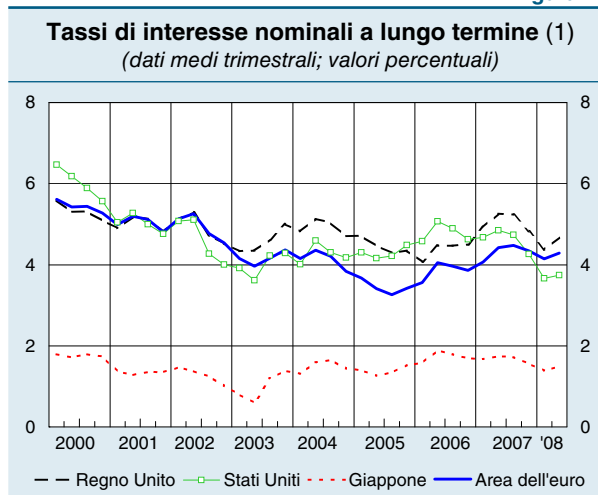
Per contrastare le tensioni sui mercati interbancari, le principali banche centrali hanno effettuato ripetuti interventi volti a immettere liquidità nel sistema e a garantire il loro ordinato funzionamento.

Per soddisfare la domanda di liquidità, in particolare sulle scadenze brevi, la Riserva federale e la BCE, sin da agosto, e la Banca d'Inghilterra da metà settembre hanno effettuato diverse operazioni di finanziamento straordinarie per importi consistenti, allungando al contempo le scadenze dei prestiti concessi (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune). In dicembre e nel marzo di quest'anno le tre banche centrali, assieme alla Banca del Canada e alla Banca nazionale svizzera e in accordo con le altre banche centrali dei paesi del Gruppo dei 10, hanno avviato azioni coordinate; in una di queste, la Riserva federale ha concluso due accordi temporanei, con la BCE e con la Banca nazionale svizzera, per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di swap), allo scopo di soddisfare la domanda di fondi in valuta statunitense da parte di intermediari finanziari europei. Le misure della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra hanno anche mirato a ridurre il costo della liquidità e ad ampliare il numero delle controparti e la gamma di attività finanziarie accettate in garanzia, che era meno ampia di quella già da tempo in vigore presso la BCE. Dallo scorso agosto, la Riserva federale ha ridotto il differenziale tra il tasso di sconto e quello sui federal funds da uno a 0,25 punti percentuali. Tra dicembre e marzo ha, inoltre, introdotto tre nuovi strumenti per fornire liquidità a breve termine: la Term Auction Facility, che costituisce un canale alternativo alla discount window attraverso il quale i primary dealers possono ottenere fondi a un mese offrendo in garanzia un'ampia gamma di titoli, anche a tassi inferiori a quello di sconto; la Term Securities Lending Facility, che consente alle stesse controparti di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di emittenti privati, tra cui MBS con rating AAA; la Primary Dealer Credit Facility, che permette loro di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto, a fronte di adeguate garanzie. Anche la Banca d'Inghilterra ha introdotto, in aprile, un nuovo tipo di finanziamento, lo Special Liquidity Scheme, che consente alle banche di scambiare temporaneamente MBS e altri titoli di emittenti privati contro titoli del Tesoro.

Tali interventi sono riusciti a contenere solo in parte le tensioni sui mercati interbancari: pur tra fasi alterne, i differenziali tra i tassi sui depositi senza e con garanzia si sono mantenuti molto al di sopra dei valori osservati prima di agosto e, attualmente, si collocano attorno a 0,8 punti percentuali per i depositi a tre mesi in dollari, in euro e in sterline (contro una media di circa 0,1 punti nella prima metà dell'anno; fig. 2.1).

La carenza di liquidità e il calo dei coefficienti patrimoniali nel sistema bancario alimentano la preoccupazione che l'offerta di credito a famiglie e imprese possa ridursi in misura significativa. Le condizioni di finanziamento hanno iniziato a inasprirsi già dal terzo trimestre del 2007, come emerso dalle indagini presso le banche condotte dalla Riserva federale, dall'Eurosistema e dalla Banca d'Inghilterra. Negli Stati Uniti, il credito alle imprese ha iniziato a rallentare dal primo trimestre dell'anno in corso, dopo avere registrato una forte accelerazione nel secondo semestre del 2007, per effetto dell'accumulo nei bilanci delle banche di ingenti prestiti connessi con operazioni di leveraged buy-out che il sistema bancario non è riuscito a ricollocare sul mercato (cfr. i riquadri: *L'impatto delle turbolenze sugli intermediari finanziari e sul credito*, in *Bollettino economico*, n. 51,

Figura 2.3



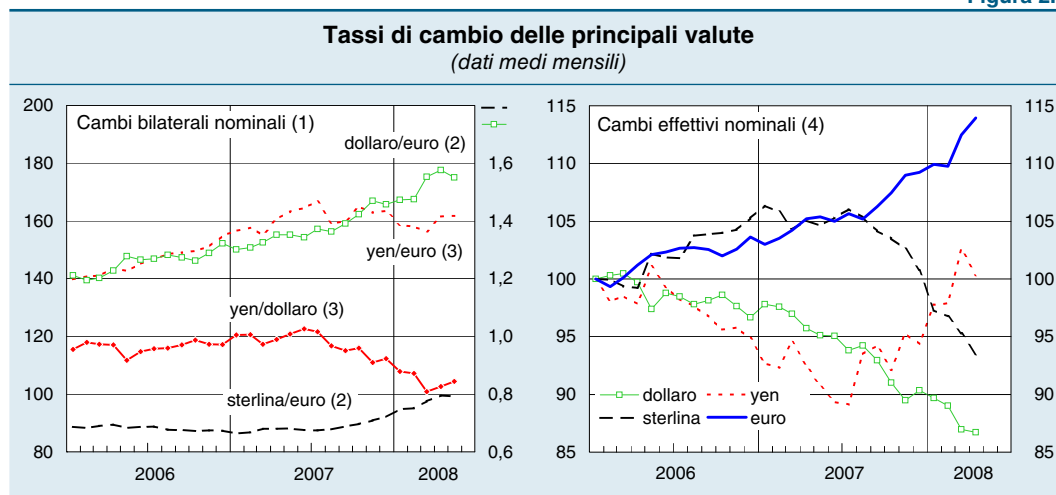
Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con gli stocks nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. Dati medi trimestrali (i dati del II trimestre 2008 sono aggiornati sino al 21 maggio).

2008 e *L'andamento del credito bancario negli Stati Uniti*, in *Bollettino economico*, n. 52, 2008). Dalla metà del 2007, le emissioni lorde di obbligazioni societarie sono diminuite del 50 per cento, sia negli Stati Uniti, dove il calo ha interessato soltanto le banche e le altre società finanziarie, sia nell'area dell'euro, dove esso ha riguardato tutti i settori.

Dall'inizio del 2007 alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso la valuta statunitense si è deprezzata del 16 per cento nei confronti dell'euro; dalla fine dello scorso giugno ha iniziato a perdere valore anche nei confronti dello yen, complessivamente del 16 per cento (fig. 2.4). Si è anche accentuata la tendenza al deprezzamento nei confronti del renminbi (10 per cento dal gennaio 2007). La debolezza del dollaro ha riflesso le attese di un marcato rallentamento dell'economia e la riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Dal 2002, quando è iniziata la fase di debolezza della moneta statunitense, questa si è deprezzata di circa il 45 per cento nei confronti dell'euro e del 27 in termini effettivi nominali; dal luglio del 2005, quando il regime di cambio della valuta cinese è stato reso più flessibile, il deprezzamento del dollaro nei confronti del renminbi si raggiuglia al 16 per cento.

Figura 2.4



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2008 si basano solamente sui primi 21 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2006=100. Un aumento indica un apprezzamento.

I mercati finanziari nei paesi emergenti

Dalla metà di luglio i mercati finanziari nei paesi emergenti hanno iniziato a risentire delle turbolenze che hanno scosso le economie avanzate. La trasmissione delle tensioni è avvenuta principalmente attraverso il processo di ricomposizione dei portafogli verso attività meno rischiose; infatti, l'esposizione diretta alle perdite del mercato dei mutui *subprime* e degli altri prodotti strutturati statunitensi è pressoché insignificante.

I premi per il rischio, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, sono gradualmente risaliti dai minimi osservati nella prima metà del 2007; nel marzo del 2008 hanno raggiunto un picco di 3,4 punti percentuali, il valore più alto dell'ultimo triennio (fig. 2.5).

I corsi azionari, sostenuti anche dalle favorevoli prospettive economiche, hanno raggiunto un massimo in ottobre, in rialzo del 47 per cento dall'inizio dell'anno; successivamente, tuttavia, è prevalso un atteggiamento più cauto che ha determinato perdite diffuse e un aumento della variabilità (fig. 2.6). Il declino più significativo è stato segnato dalle borse asiatiche. Hanno invece continuato ad aumentare le quotazioni dei paesi dell'America latina, trainate dai rialzi nei settori produttori di materie prime.

I tassi di cambio si sono mantenuti nel complesso relativamente stabili, proseguendo il tendenziale apprezzamento nei confronti del dollaro.

Nel complesso, le ripercussioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti sono state limitate: i premi per il rischio sui titoli obbligazionari, benché aumentati, si collocano su valori ancora relativamente contenuti nel confronto storico; il livello degli indici di borsa è prossimo a quello osservato prima dell'inizio delle turbolenze; i capitali internazionali hanno continuato ad affluire nelle principali aree, anche se a ritmi inferiori a quelli osservati nella prima metà del 2007.

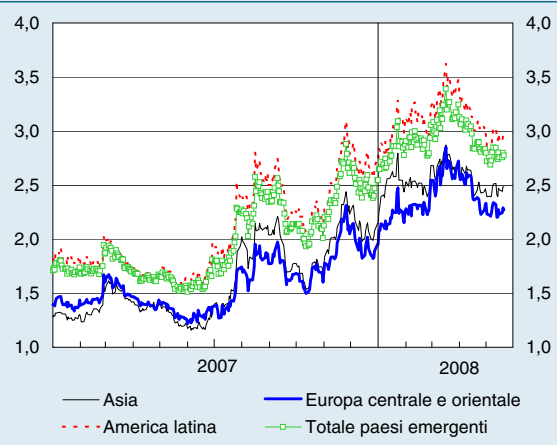
La tenuta di questi mercati riflette, oltre al perdurare di una fase ciclica favorevole, il miglioramento delle condizioni di fondo registrato nell'ultimo decennio; è in netto contrasto con quanto avvenuto nei due decenni scorsi, quando gli shock provenienti dai paesi avanzati tendevano a ripercuotersi sulle economie emergenti, determinando brusche cadute dei prezzi e interruzioni dei flussi di capitale.

Tuttavia, in alcuni paesi, più vulnerabili a causa degli ampi e persistenti disavanzi delle partite correnti e della elevata dipendenza da flussi di portafoglio o di capitali bancari (Bulgaria, Romania, Sudafrica, Turchia, Ucraina), le condizioni finanziarie hanno segnato un peggioramento più marcato, in particolare dal febbraio dell'anno in corso.

Un'analisi econometrica, condotta su un gruppo di ventuno economie emergenti durante l'ultimo decennio, indica che nel periodo successivo al luglio del 2007 l'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli sovrani osservato in tutti i paesi del campione è in larga misura ascrivibile al

Figura 2.5

Differenziale tra il rendimento delle obbligazioni a lungo termine in dollari di alcuni paesi emergenti e quello dei corrispondenti titoli del Tesoro statunitense (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)

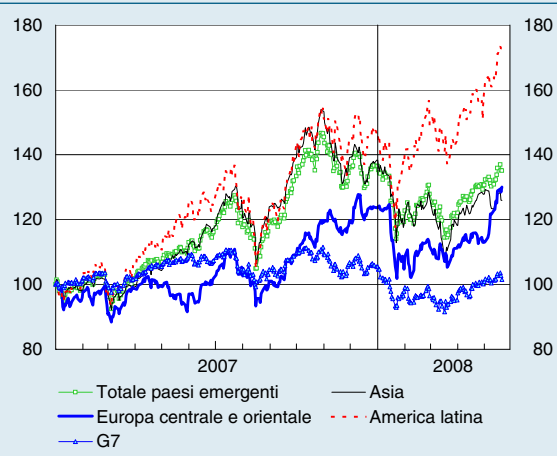


Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 21 maggio 2008.

Figura 2.6

Indici azionari (1)
(dati giornalieri; indici: 1° gennaio 2007=100)



Fonte: Morgan Stanley.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 21 maggio 2008.

peggioramento delle condizioni finanziarie globali. In dieci paesi, tra cui alcuni europei (Lituania, Repubblica Ceca, Polonia, Lettonia, Romania, Ucraina), il recente peggioramento del quadro economico interno avrebbe avuto un ulteriore effetto significativo di ampliamento dei differenziali. In altri paesi, segnatamente quelli dell'America latina e la Russia, forti esportatori di materie prime, il miglioramento delle condizioni interne avrebbe invece parzialmente compensato gli effetti negativi delle turbolenze internazionali.

Le raccomandazioni del Financial Stability Forum

Nel rapporto pubblicato lo scorso aprile, il Financial Stability Forum (FSF), un organismo istituito nel 1999 dai Ministri delle finanze e dai Governatori dei paesi del G7 che riunisce governi, banche centrali e autorità di supervisione competenti in materia di stabilità finanziaria, ha indicato una serie di raccomandazioni volte a rafforzare la stabilità del sistema finanziario. Alcune proposte mirano a correggere i fattori di vulnerabilità connessi con la complessità degli strumenti di credito strutturato e con i rapporti tra le banche e le entità collegate che investono in tali prodotti. Sono state individuate cinque aree di intervento, che riguardano la normativa prudenziale, la trasparenza degli intermediari, il ruolo delle agenzie di rating, l'attività di vigilanza e le risposte delle banche centrali.

Per quanto riguarda il rafforzamento della normativa prudenziale per le banche e del presidio del rischio da parte delle stesse, oltre ad accelerare l'attuazione della disciplina di Basilea II, vi è la necessità di una maggiore tutela a fronte dei rischi connessi con l'esposizione verso il mercato del credito strutturato, tenendo conto anche delle posizioni delle società collegate nei gruppi e di quelle fuori bilancio. La determinazione dei requisiti patrimoniali dovrà essere, inoltre, orientata anche a evitare dinamiche procicliche nell'offerta di credito. Si dovranno rafforzare le prassi di gestione dei rischi di liquidità; a tal fine le autorità di vigilanza dei principali paesi emaneranno tempestivamente le rilevanti linee-guida e ne verificheranno l'effettiva adozione da parte delle banche. Andranno inoltre migliorati i modelli di valutazione e le procedure di stress testing per i prodotti strutturati, soprattutto per quelli più complessi. I modelli di remunerazione andranno, infine, maggiormente allineati con gli obiettivi di redditività di lungo periodo.

Un secondo insieme di proposte mira ad accrescere la trasparenza sui rischi dei prodotti più complessi, su ciascuno stadio del processo di cartolarizzazione, e sull'esposizione verso gli stessi da parte dei detentori finali; andranno, in particolare, rese più complete le informazioni sui criteri di valutazione adottati, specie in assenza di un mercato secondario sufficientemente liquido.

La necessità di una maggiore trasparenza si rileva anche con riferimento alle agenzie di rating: il terzo insieme di proposte mira, appunto, a migliorare la qualità delle informazioni da esse fornite sulla qualità dei dati e sui modelli di valutazione del rischio utilizzati per alcuni prodotti. La complessità di questi strumenti di investimento dovrà emergere con chiarezza, anche attraverso l'utilizzo di scale di valutazione differenti da quelle adottate per strumenti più tradizionali, quali le obbligazioni; l'utilizzo di tali rating dovrà costituire solo il primo passo nella valutazione del rischio da parte degli investitori, all'interno di un modello di gestione del rischio stesso commisurato ai loro specifici obiettivi. Ulteriori misure dovranno essere volte a risolvere i conflitti di interesse nell'assegnazione del rating.

L'attività di vigilanza andrà potenziata anche attraverso una maggiore cooperazione e uno scambio più intenso e tempestivo delle informazioni tra le autorità dei diversi paesi (cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza*).

L'ultimo insieme di proposte mira, infine, a rafforzare la capacità delle autorità di fronteggiare situazioni di tensione sui mercati, attraverso una maggiore flessibilità delle operazioni di banca centrale, e di gestire le difficoltà delle banche; anche in questo caso l'FSF ha posto l'accento sull'importanza di un maggiore coordinamento internazionale.

3. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

Nonostante il rallentamento della domanda dei paesi avanzati, nel 2007 il commercio mondiale di beni e servizi ha continuato a espandersi a un ritmo elevato (6,8 per cento), sostenuto dalle importazioni dei paesi emergenti, che hanno contribuito per il 55 per cento alla crescita degli scambi globali.

È proseguito l'aumento dei prezzi delle materie prime. In un contesto di forte espansione dei consumi energetici nei paesi emergenti e di stasi dell'offerta mondiale di greggio, il prezzo del petrolio è nettamente aumentato. Le tensioni al rialzo sulle quotazioni del petrolio e delle altre materie prime si sono intensificate nei primi mesi del 2008. I forti rincari dei beni alimentari hanno inciso sull'andamento dei prezzi al consumo e sul potere d'acquisto delle fasce più deboli della popolazione, soprattutto nei paesi in via di sviluppo.

Nonostante l'ulteriore rincaro del greggio, nel 2007 si è interrotta la tendenza all'ampliamento degli squilibri nelle bilance dei pagamenti. L'indebolimento del dollaro e il rallentamento della domanda interna statunitense relativamente a quella degli altri principali paesi hanno favorito una riduzione del disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti a 739 miliardi di dollari (811 miliardi nel 2006). A fronte di una stabilizzazione dell'avanzo dei paesi esportatori di petrolio su livelli elevati (circa 450 miliardi), si è ulteriormente ampliato il surplus dei paesi dell'Asia (oltre 700 miliardi), soprattutto per l'aumento di quello della Cina.

Il commercio internazionale e i prezzi delle materie di base

Nel 2007 il commercio mondiale di beni e servizi ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto (6,8 per cento in termini reali), anche se inferiore a quello dell'anno precedente (9,2 per cento). A fronte del proseguimento di una elevata crescita delle importazioni dei paesi emergenti (12,8 per cento), quelle dei paesi avanzati hanno decelerato bruscamente (4,2 per cento, dal 7,4 nel 2006); questo rallentamento è ascrivibile soprattutto agli Stati Uniti, i cui acquisti dall'estero sono aumentati di appena l'1,9 per cento; le importazioni dei paesi dell'area dell'euro, incluse quelle all'interno dell'area, hanno registrato una crescita del 5,1 per cento.

Dall'inizio del decennio, in un contesto di forte espansione della domanda interna e di aumento strutturale del grado di integrazione internazionale, il divario positivo di crescita tra le importazioni di beni e servizi delle principali economie emergenti e quelle dei paesi avanzati si è ampliato, arrivando a sfiorare i 9 punti percentuali nel 2007. Ne è derivato un aumento del peso dei paesi emergenti sulle importazioni mondiali.

Il peso delle importazioni di beni dei paesi emergenti su quelle mondiali è salito dal 33 per cento nel 2000 al 40,7 nel 2007 (sulla base dei flussi a prezzi correnti; tav. 3.1). Le importazioni dei paesi emergenti dell'Asia, che rappresentano il 20,7 per cento di quelle globali (contro il 18 nel 2000), sono in misura crescente costituite da scambi all'interno della stessa regione. Le importazioni dell'insieme delle altre economie emergenti, salite al 20 per cento del totale (dal 15 nel 2000), sono invece composte per una quota ancora prevalente (53 per cento) da beni esportati dai paesi industriali. Il commercio che avviene nell'ambito delle aree emergenti costituisce il 22,5 per cento delle importazioni mondiali.

Tavola 3.1

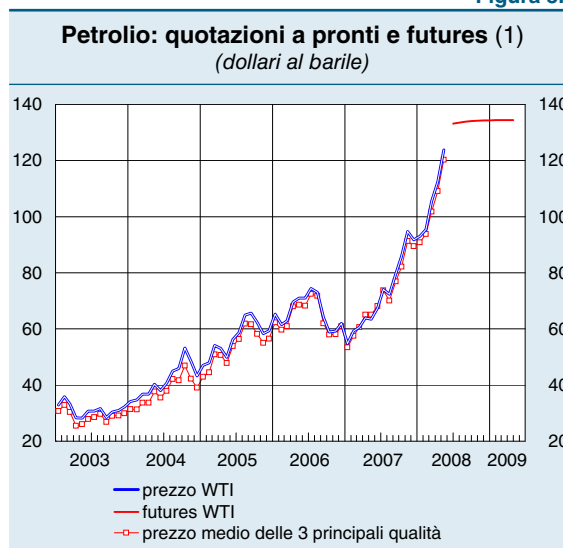
Quota delle importazioni dei paesi industriali ed emergenti su quelle mondiali per provenienza geografica (valori percentuali)								
PAESI ESPORTATORI	PAESI IMPORTATORI							
	2000				2007			
	Industriali	Emergenti		Industriali	Industriali	Emergenti		Industriali
		Asiatici (1)	Non asiatici			Asiatici (1)	Non asiatici	
Industriali	44,3	18,3	8,5	9,8	35,9	18,2	7,6	10,6
Emergenti asiatici (1)	11,4	8,9	7,4	1,5	11,1	13,3	9,9	3,4
Emergenti non asiatici	11,3	5,8	2,1	3,7	12,3	9,2	3,2	6,0
Totale	67,0	33,0	18,0	15,0	59,3	40,7	20,7	20,0

Fonte: elaborazioni su dati FMI.
(1) Include i paesi di recente industrializzazione dell'Asia.

Il prezzo del greggio (media delle tre principali qualità) è salito nettamente nel 2007; le spinte al rialzo sono proseguite nei primi mesi del 2008. Nelle prime due decadi di maggio dell'anno in corso il prezzo del petrolio ha raggiunto un picco di 120,2 dollari al barile, registrando un aumento dell'84,7 per cento rispetto al livello prevalente un anno prima. Sulla base delle indicazioni desumibili dai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX alla fine della seconda decade di maggio, le quotazioni del greggio, pari allora a 133 dollari al barile, si collocherebbero in dicembre a 134,3 dollari (fig. 3.1).

Dall'inizio dell'attuale fase ciclica di rialzo dei prezzi, avviatasi nell'aprile del 2003, l'incremento delle quotazioni è stato complessivamente pari al 371,5 per cento in termini nominali. Deflazionato con l'andamento dei prezzi al consumo nei principali paesi industriali, il valore del greggio nelle prime due decadi di maggio si collocava su un livello analogo al massimo storico del novembre 1979.

Figura 3.1



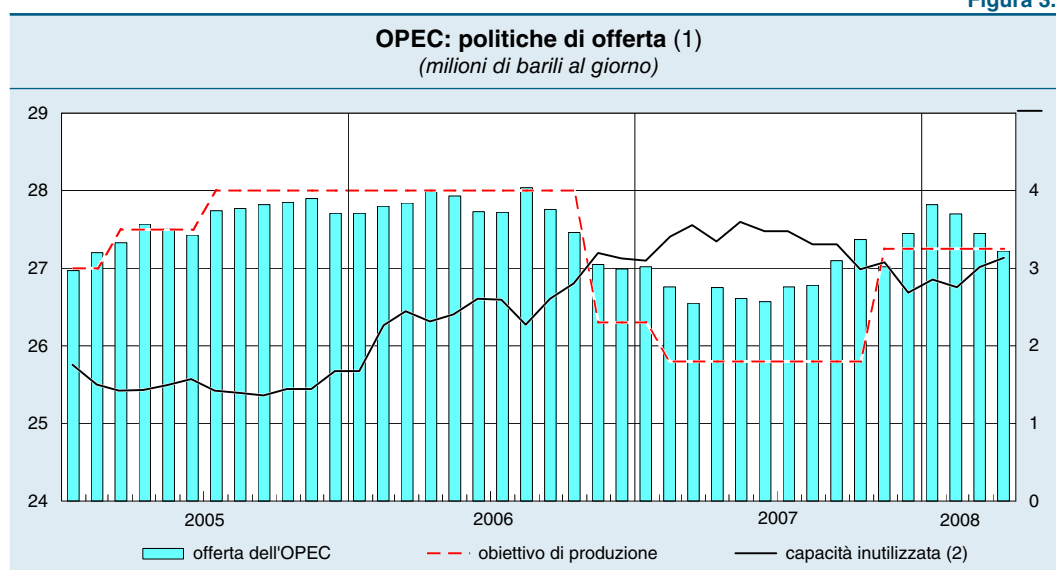
Fonte: FMI, Reuters e Thomson Financial Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili; i dati relativi a maggio 2008 si basano solamente sui primi 21 giorni del mese. Per i futures, quotazioni del 21 maggio. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

Per la prima volta dal 2002, nel 2007 l'offerta globale di petrolio non è stata sufficiente a soddisfare l'aumento della domanda. A fronte di una stasi dei consumi nei paesi industriali, quelli dei paesi emergenti (43 per cento dei consumi mondiali) sono aumentati a ritmi elevati (quasi il 4 per cento). Sulla rigidità della domanda dei paesi emergenti all'aumento dei prezzi hanno probabilmente influito le politiche di sussidio pubblico ai consumi energetici attuate in alcuni paesi, soprattutto dell'Asia e del Medio Oriente.

Nel 2007, a fronte dell'adozione di una politica di offerta più restrittiva da parte del cartello dell'OPEC (fig. 3.2), negli altri paesi produttori di petrolio l'aumento della capacità produttiva è stato più limitato del previsto.

Figura 3.2



Fonte: IEA, Oil Market Report.

(1) Esclusi Angola, Ecuador e Iraq. – (2) Scala di destra.

A seguito dei tagli alla produzione effettuati tra il settembre del 2006 e il marzo del 2007, l'offerta dei paesi appartenenti al cartello dell'OPEC (escludendo Angola, Ecuador e Iraq, che non sono soggetti a quota) è risultata nella media del 2007 del 2,8 per cento inferiore rispetto all'anno precedente. Nonostante l'elevato livello dei prezzi petroliferi, l'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC è salita di appena l'1,2 per cento nel 2007. Mentre si è ampliata la produzione della Russia e, in misura minore, quella del Nord America (Canada in particolare), è rimasta sostanzialmente invariata quella del complesso delle aree emergenti ed è diminuita quella nel Mare del Nord. Secondo le proiezioni a medio termine pubblicate lo scorso novembre dall'International Energy Agency (IEA) dell'OCSE, nei paesi produttori non appartenenti all'OPEC l'offerta dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo inferiore all'1 per cento nel prossimo triennio.

Più cause concorrono alle difficoltà riscontrate nell'espandere la capacità, soprattutto da parte delle imprese petrolifere internazionali dei paesi non appartenenti all'OPEC. Secondo recenti valutazioni dell'FMI, nonostante l'aumento della spesa nominale devoluta a questo fine, i volumi globali degli investimenti in termini reali nel settore estrattivo non si sono accresciuti dal 2003; ciò sarebbe dipeso dall'aumento degli oneri per il reclutamento della manodopera qualificata e dai maggiori e più incerti costi delle attività di esplorazione e sviluppo; inoltre, in alcuni paesi ricchi di risorse energetiche i regimi sugli investimenti diretti esteri sono divenuti meno favorevoli e sono peggiorate le condizioni per la concessione dei diritti di sfruttamento dei giacimenti.

Al rialzo delle quotazioni del petrolio si è accompagnato un aumento generalizzato dei prezzi delle altre materie prime. In particolare, si sono intensificati i rincari dei beni alimentari (45,6 per cento nell'aprile del 2008 rispetto a un anno prima). Fattori strutturali, sia di domanda sia di offerta, in parte connessi con l'aumento prolungato

del costo dell'energia, hanno sostenuto nell'ultimo triennio la forte ripresa dei prezzi di vari tipi di cereali e semi oleosi (cfr. il riquadro: *Il recente rincaro delle materie prime alimentari*, in *Bollettino Economico*, n. 52, 2008). Mentre nei paesi in via di sviluppo ricchi di risorse naturali i maggiori ricavi da esportazione di materie di base hanno più che compensato i costi dovuti al rincaro dei beni alimentari, altri, in particolare in Africa e in Asia, fortemente dipendenti dalle importazioni di prodotti agricoli, hanno subito un netto deterioramento delle loro ragioni di scambio.

In risposta ai rincari dei prodotti di base alimentari e al conseguente rischio di tensioni sociali, alcuni paesi produttori di queste materie prime hanno recentemente adottato misure di restrizione e tassazione delle esportazioni, nel tentativo di calmierare il mercato interno. Tali provvedimenti hanno avuto l'effetto di innalzare ulteriormente la variabilità dei prezzi; inoltre, essi tendono a essere controproducenti anche nel più lungo periodo in quanto abbassano il grado di concorrenza e frenano l'integrazione internazionale dei mercati agricoli, indebolendo gli incentivi di mercato all'espansione dell'offerta. Questi ultimi dovrebbero, invece, essere rafforzati e ampliati, mediante un ridimensionamento delle politiche di sostegno artificiale dei prezzi e di protezione commerciale dalle importazioni vigenti nella maggior parte dei mercati agricoli interni, *in primis* in quelli dei principali paesi industriali.

Il sostegno ai produttori interni ha rappresentato, ancora nel 2006, l'11 per cento dei ricavi totali del settore agricolo negli Stati Uniti, il 32 di quelli nell'Unione europea (UE), il 53 di quelli in Giappone. Dall'inizio degli anni novanta la Politica agricola comune (PAC) europea ha subito tre profonde riforme, volte non solo a ridurre il peso degli aiuti agricoli sul bilancio comunitario, ma anche a sostituire gli interventi basati su meccanismi di sostegno ai prezzi agricoli interni e commisurati ai volumi prodotti, con aiuti slegati dalle quantità coltivate e quindi più neutrali per le scelte produttive. La più recente riforma è stata attuata nel 2004. Ciò nonostante, ancora nel 2006 gli aiuti agricoli hanno rappresentato oltre il 40 per cento del bilancio comunitario; quasi la metà è costituita da interventi che hanno l'effetto di distorcere le scelte produttive e rendere più rigida l'offerta (in particolare, nei settori delle carni, latte, riso e zucchero).

Dal 2005, parte della riduzione degli aiuti pubblici agli agricoltori europei è dipesa da meccanismi di aggiustamento automatico del sostegno innescati dall'aumento dei prezzi internazionali. Poiché il prezzo alla frontiera per alcuni prodotti agricoli ha superato la soglia minima prevista sono cessati gli interventi di sostegno ai prezzi interni; il divario tra il prezzo percepito dai produttori della UE e quello alla frontiera è così sceso in media dal 33 al 22 per cento tra il 2004 e il 2006.

Le misure di sostegno pubblico ai produttori agricoli nei principali paesi avanzati si aggiungono alle barriere alle importazioni sotto forma di tariffe e dazi: questi ultimi sono particolarmente elevati in Giappone (34,6 per cento) e nella UE (11,8 per cento), assai più bassi negli Stati Uniti (2,7 per cento). Nell'ambito dei negoziati di liberalizzazione tuttora in corso (Doha Round) un obiettivo importante, ancorché conseguibile con difficoltà, è quello di diminuire in misura consistente i dazi e le altre barriere commerciali alle importazioni mondiali di prodotti agricoli.

Sebbene già negli ultimi mesi del 2007 l'attività economica globale abbia mostrato segnali di indebolimento, nei primi mesi del 2008 non si è esaurita la tendenza all'aumento delle quotazioni delle materie prime, in particolare quelle energetiche, tipicamente più reattive al ciclo economico. Ciò contrasta con quanto avvenuto in precedenti fasi di rallentamento dell'economia mondiale.

Un'analisi dell'andamento dei prezzi delle materie prime durante gli episodi di rallentamento ciclico degli ultimi due decenni mostra che, pur con rilevanti differenze tra i diversi episodi e con un ritardo di alcuni mesi, i prezzi del petrolio e quelli dei metalli sono sempre diminuiti in misura significativa, registrando cali anche dell'ordine del 40 e del 20 per cento, rispettivamente (tav. 3.2); i prodotti agricoli per uso industriale e i beni alimentari hanno invece mostrato flessioni meno sistematiche e più contenute.

Tavola 3.2

Prezzi internazionali delle materie prime durante episodi di recessione mondiale											
PERIODI DI RECESSIONE (1)	Produzione industriale mondiale depurata dal trend (A) (2)	Prezzi delle materie prime depurati dal trend (B) (indici in dollari) (2)					Elasticità dei prezzi delle materie prime alla produzione industriale (B/A)				
		Petrolio	Metalli	Alimenti	Bevande	Agricoli non alimentari	Petrolio	Metalli	Alimenti	Bevande	Agricoli non alimentari
nov.'90-lug.'93	-2,83	-40,35	-20,27	-10,07	-30,52	1,75	14,25	7,16	3,56	10,78	-0,62
feb.'95-ago.'96	-3,16	24,78	-22,10	13,95	-46,93	-7,74	-7,85	7,00	-4,42	14,86	2,45
ott.'97-dic.'98	-3,36	-51,78	-21,20	-11,09	-8,46	-11,63	15,41	6,31	3,30	2,52	3,46
ott.'00-dic.'01	-5,28	-44,61	-14,75	-0,70	-2,38	-10,76	8,46	2,80	0,13	0,45	2,04

Fonte: elaborazioni su dati FMI.
 (1) I periodi di recessione sono identificati sulla base delle serie mensili della produzione industriale depurate dal trend. – (2) Differenze logaritmiche; le serie storiche sono state depurate dal trend usando il metodo di Christiano e Fitzgerald.

Nella fase attuale di indebolimento della domanda dei paesi avanzati, il protrarsi di ritmi elevati di attività economica nelle aree emergenti, che impiegano nelle loro produzioni materie prime ed energia in misura relativamente maggiore, ne sostiene i prezzi; inoltre, negli ultimi mesi un ulteriore impulso è scaturito dalla diminuzione del tasso di interesse reale negli Stati Uniti, che da un lato ha accelerato il deprezzamento del dollaro, dall'altro ha innescato una ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali verso attività reali, fra cui le stesse materie prime.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti

Nel 2007, per la prima volta da un quinquennio, il disavanzo della bilancia dei pagamenti corrente degli Stati Uniti si è ridotto, dal 6,2 per cento del PIL nel 2006 al 5,3 dell'anno scorso, un livello che rimane tuttavia elevato (tav. 3.3); alla diminuzione, che ha riflesso soprattutto il miglioramento della bilancia dei servizi e di quella dei redditi da capitale, ha contribuito, seppure in misura limitata, la riduzione del deficit commerciale (a 815 miliardi di dollari, da 838 nel 2006). L'aumento di quasi il 10 per cento degli esborsi per importazioni di prodotti energetici è stato più che compensato dall'andamento positivo dei volumi dei beni: nel 2007 le importazioni hanno nettamente rallentato, mentre è proseguita, per il quarto anno consecutivo, la crescita sostenuta delle esportazioni (8 per cento), a un ritmo superiore a quello del commercio mondiale.

Il disavanzo degli Stati Uniti ha continuato nel 2007 a essere finanziato principalmente da afflussi di capitali privati dall'estero (1.451 miliardi di dollari, un valore analogo a quello dell'anno precedente; tav. 3.4). Dalla metà dello scorso anno, tuttavia, in connessione con l'avvio delle turbolenze finanziarie e con il peggioramento delle prospettive di crescita negli Stati Uniti, gli afflussi si sono drasticamente ridotti, più che dimezzandosi rispetto alla prima parte dell'anno. In particolare, in seguito all'aumento dell'avversione al rischio, gli investitori internazionali hanno ridotto gli acquisti di obbligazioni societarie, mentre l'allentamento delle condizioni monetarie ha scoraggiato gli afflussi di capitale a breve termine; sono invece rimasti sostenuti quelli facenti capo ad autorità ufficiali estere (413 miliardi nel complesso del 2007, da 440 nel 2006).

Secondo le valutazioni dell'FMI, alla fine del 2007 l'incidenza sul prodotto della posizione debitoria netta degli Stati Uniti dovrebbe essersi attestata su un valore simile a quello del 2006 (16,2 per cento).

Tavola 3.3

Saldo di conto corrente delle bilance dei pagamenti e flussi di riserve valutarie									
VOCI	Saldo di conto corrente (1)						Flussi di riserve valutarie		
	2005		2006		2007		2005	2006	2007 (2)
	in miliardi di dollari	in percen- tuale del PIL	in miliardi di dollari	in percen- tuale del PIL	in miliardi di dollari	in percen- tuale del PIL	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari
Stati Uniti	-754,8	-6,1	-811,5	-6,2	-738,6	-5,3	-21,8	0,8	4,7
Area dell'euro	21,4	0,2	-0,4	..	37,0	0,3	-27,3	12,3	18,6
Giappone	165,8	3,6	170,4	3,9	211,0	4,8	0,4	45,4	73,1
Regno Unito	-55,9	-2,5	-93,6	-3,9	-115,3	-4,2	-1,5	2,2	8,3
Canada	23,4	2,0	20,8	1,6	12,8	0,9	-1,5	2,0	6,0
America latina	35,0	1,4	45,4	1,5	16,4	0,5	34,8	55,1	134,6
Asia	236,6	4,6	361,4	6,1	518,8	7,3	235,0	382,3	690,4
Paesi di recente industrializzazione (3)	73,4	5,1	82,8	5,2	104,0	6,1	15,6	57,6	69,4
Corea del Sud	15,0	1,9	5,4	0,6	6,0	0,6	11,3	28,6	23,3
Hong Kong	20,2	11,4	22,9	12,1	27,4	12,3	0,7	8,9	19,5
Singapore	22,3	18,6	29,8	21,8	39,0	24,3	3,6	20,1	26,7
Taiwan	16,0	4,5	24,7	6,7	31,7	8,3	....	....	....
ASEAN-4	12,6	1,8	38,5	4,8	54,8	5,8	7,0	38,9	62,9
Filippine	2,4	2,0	5,0	4,5	6,4	4,4	-1,8	8,0	13,9
Indonesia	0,3	0,1	10,8	3,0	11,0	2,5	4,0	12,3	18,9
Malaysia	20,0	14,6	25,5	16,2	28,9	14,0	2,8	4,1	10,2
Thailandia	-7,6	-4,3	2,2	1,1	14,9	6,1	2,0	14,6	19,9
India	-10,3	-1,3	-9,7	-1,1	-11,9	-1,8	5,3	38,8	96,3
Cina	160,8	7,2	249,9	9,4	371,8	11,3	207,0	247,0	461,8
Europa centrale e orientale	-61,3	-4,7	-90,9	-6,2	-121,5	-6,6	30,2	38,0	61,4
Paesi esportatori di petrolio	362,6	11,6	459,8	12,3	448,3	10,2	113,1	212,8	316,3
OPEC (4)	234,2	18,2	309,4	19,7	313,6	17,1	45,4	81,0	132,7
Algeria	21,2	20,6	29,0	25,2	30,6	23,2	13,1	21,6	32,4
Arabia Saudita	90,1	28,5	95,5	27,4	100,8	26,8	-0,8	1,0	6,2
Emirati Arabi Uniti	24,3	18,3	35,9	22,0	41,7	21,6	2,5	6,6	48,1
Indonesia	0,3	0,1	10,8	3,0	11,0	2,5	-1,8	8,0	13,9
Iran	-1,0	-3,3	4,3	8,6	4,7	7,5	....	....	....
Kuwait	34,3	42,5	51,1	51,7	52,7	47,4	0,6	3,7	4,1
Libia	17,4	41,8	25,6	51,6	24,3	42,5	13,8	19,8	20,1
Nigeria	7,9	7,1	13,9	9,5	1,2	0,7	11,3	14,0	9,0
Qatar	14,1	33,2	16,1	30,6	23,4	34,6	1,1	0,8	4,1
Venezuela	25,5	17,7	27,2	14,7	23,2	9,8	5,5	5,5	-5,2
Messico	-5,2	-0,7	-2,2	-0,3	-7,3	-0,8	9,9	2,2	10,8
Norvegia	49,2	16,3	58,3	17,3	63,7	16,3	2,7	9,9	4,0
Russia	84,4	11,0	94,4	9,5	78,3	5,9	55,1	119,7	168,8

Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) A causa di errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche internazionali, il saldo mondiale del conto corrente di bilancia dei pagamenti, anziché essere nullo, è divenuto positivo nell'ultimo biennio (secondo stime dell'FMI, a fronte di 0,9 miliardi di dollari nel 2005, è stato pari a 81,5 miliardi nel 2006 e 167,6 nel 2007). – (2) Emirati Arabi Uniti primi undici mesi. – (3) I flussi di riserve valutarie escludono Taiwan. – (4) L'aggregato OPEC non include Angola, Ecuador e Iraq. I flussi di riserve valutarie escludono l'Iran.

Come nei cinque anni precedenti, gli effetti derivanti dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e delle passività finanziarie sull'estero dovrebbero compensare quelli del disavanzo corrente; in particolare, l'aumento del valore delle attività detenute all'estero dai residenti dovrebbe essere stata nettamente superiore a quella delle attività detenute negli Stati Uniti dai non residenti a causa del deprezzamento del dollaro e dell'andamento dei corsi azionari, meno favorevole che all'estero. Questi fattori nel 2006 avevano dato luogo a effetti di rivalutazione per 350 e 500 miliardi di dollari circa, rispettivamente; nel 2007, mentre quelli connessi con l'andamento dei tassi di cambio dovrebbero essere risultati ancora maggiori, per via di un più accentuato indebolimento del dollaro (6,8 per cento in termini nominali effettivi, contro il 4,5 dell'anno precedente), quelli legati ai prezzi delle attività finanziarie potrebbero essere stati meno favorevoli, a causa di un rallentamento dei corsi azionari meno marcato negli Stati Uniti che in altri paesi avanzati.

L'aumento dell'attivo di parte corrente delle economie asiatiche è in larga parte ascrivibile all'espansione del surplus della Cina, che ha raggiunto 372 miliardi di dollari (11,3 per cento del PIL) nel 2007. Come negli anni precedenti, il suo aumento è quasi interamente dovuto a quello dell'avanzo commerciale (262 miliardi in base ai dati doganali, 85 miliardi in più rispetto al 2006). Le esportazioni in valore sono aumentate del 25,7 per cento (27,2 nel 2006) e le importazioni del 20,8 per cento (19,9 nel 2006). Il rallentamento delle esportazioni, manifestatosi dal quarto trimestre, ha riguardato soprattutto il comparto dei manufatti; la lieve accelerazione delle importazioni ha, invece, riflesso quella dei prodotti alimentari ed energetici.

Tavola 3.4

Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi netti di capitali di non residenti (1) (miliardi di dollari)						
VOCI	2004	2005	2006	2007	2007 1° sem.	2007 2° sem.
Totale (2)	1.461,8	1.204,2	1.859,6	1.863,7	1.240,6	623,1
<i>Per tipo di flusso</i>						
Investimenti diretti	145,8	109,0	180,6	204,4	63,2	141,3
Investimenti di portafoglio	766,8	875,1	982,6	807,5	601,9	205,6
di cui: <i>azioni</i>	61,8	89,3	148,5	198,5	....	....
<i>titoli di debito</i>	705,0	785,8	834,1	609,0	....	....
Altri investimenti	549,2	220,2	696,4	851,8	575,5	276,3
<i>Per tipo di investitore estero</i>						
Afflussi di capitali da investitori privati	1.064,0	945,0	1.419,3	1.451,0	1.017,9	433,1
Afflussi di capitali da autorità ufficiali estere	397,8	259,3	440,3	412,7	222,7	190,0
<i>Per memoria:</i>						
Saldo del conto delle partite correnti	-640,1	-754,8	-811,5	-738,6	-388,3	-350,4
Saldo del conto capitale	-2,4	-4,1	-3,9	-2,3	-1,2	-1,2
Saldo del conto finanziario (3) (4)	556,7	777,4	833,2	657,4	338,5	341,2
Investimenti diretti	-133,3	116,7	-54,8	-131,0	-97,2	-33,9
Investimenti di portafoglio	620,2	678,0	693,2	533,7	432,5	101,1
Altri investimenti	67,0	-31,4	163,7	254,8	-10,6	265,4
Transazioni in strumenti derivati	....	....	28,8	....	13,8	8,6
Variazione delle riserve	2,8	14,1	2,4	-0,1	..	-0,1
Errori e omissioni	85,8	-18,5	-17,8	83,6	50,9	10,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Esclude gli afflussi netti derivanti da transazioni in strumenti derivati, a causa dell'indisponibilità di tale dato. – (3) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti. – (4) Il dato annuale relativo al 2007 esclude gli afflussi netti derivanti da transazioni in strumenti derivati.

In un contesto caratterizzato dal deprezzamento del dollaro e dal rallentamento della domanda negli Stati Uniti, nel 2007 si è registrata una parziale ricomposizione delle esportazioni cinesi verso altri mercati, tra cui quelli europei. Mentre il surplus commerciale nei confronti dei paesi della UE è aumentato di circa 40 miliardi, quello nei confronti degli Stati Uniti è salito per meno di 20 miliardi. Tale processo si è accentuato nei primi quattro mesi del 2008: l'avanzo commerciale nei confronti degli Stati Uniti si è ridotto rispetto al periodo corrispondente del 2007, mentre si è ampliato quello nei confronti dei paesi della UE.

Dopo un triennio di cospicui aumenti, l'attivo corrente dei principali paesi esportatori di petrolio si è stabilizzato intorno al 10 per cento del PIL. A fronte del rafforzamento dei ricavi da esportazione di petrolio sospinto dall'ulteriore rincaro del greggio, è aumentata l'intensità con cui questi paesi hanno utilizzato gli introiti petroliferi per innalzare il livello di spesa in beni di consumo e investimento (*responding*).

Nel complesso di tali paesi, il rapporto tra la variazione delle importazioni di soli beni e quella degli introiti petroliferi si è attestato, nella presente fase di rialzo delle quotazioni del greggio, all'82 per cento, un

valore elevato nel confronto storico (tav. 3.5). L'intensità del *respending* è stata assai differenziata tra paesi esportatori: più elevata in Messico, Norvegia e Russia, più bassa, benché in aumento, nei paesi del Golfo.

I paesi con attivi di parte corrente hanno continuato ad accumulare riserve valutarie a un ritmo molto sostenuto, contrastando attraverso interventi sul mercato dei cambi le spinte all'apprezzamento delle proprie valute. In Cina le riserve sono salite di 460 miliardi di dollari rispetto all'anno precedente, raggiungendo quasi 1.550 miliardi alla fine del 2007, un valore analogo a quello del complesso dei paesi industriali. Le consistenze sono aumentate in misura significativa anche nei principali paesi esportatori di petrolio, a quasi 1.070 miliardi.

Tavola 3.5

Indicatori di intensità di <i>respending</i> per i principali paesi esportatori di petrolio (1)			
PAESI	Rapporto fra la variazione delle importazioni totali di beni e la variazione delle esportazioni di petrolio		
	1978-81	1979-81	2003-07
Algeria	0,30	0,21	0,32
Arabia Saudita	0,25	0,17	0,27
Emirati Arabi Uniti	0,68	0,62	1,00
Iran	0,29	-0,25	0,60
Kuwait	0,38	0,53	0,19
Libia	2,10	1,60	0,31
Messico	1,53	1,41	4,08
Nigeria	1,63	2,21	0,59
Norvegia	0,73	1,63	1,61
Qatar	0,29	0,29	0,48
Russia	0,98	0,68	1,24
Venezuela	0,20	0,09	0,73
Totale	0,62	0,53	0,82

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2008.
(1) Esclusa l'Indonesia.

Il forte accumulo di riserve da parte dei paesi esportatori di materie prime, o che adottano regimi di cambio ancorati al dollaro, ha ecceduto negli ultimi anni i livelli che sono normalmente giustificati dall'esigenza di disporre di risorse liquide per far fronte a eventuali pressioni al ribasso sul tasso di cambio. Questi paesi hanno pertanto destinato parte di tali risorse ad alimentare i cosiddetti fondi di investimento sovrani.

Questi organismi, peraltro non nuovi, sono tradizionalmente definiti come veicoli di investimento di natura pubblica, finanziati con il trasferimento di riserve valutarie dal bilancio della banca centrale, che vengono investite con un orizzonte di lungo termine in attività interne e internazionali. Tali investimenti hanno diversi obiettivi: permettono il trasferimento intergenerazionale dei ricavi rivenienti dalla vendita di risorse naturali non rinnovabili, proteggono l'economia interna dalla volatilità dei prezzi delle materie prime stabilizzando gli introiti derivanti dalle esportazioni di queste ultime e, infine, attraverso una maggiore diversificazione di portafoglio, conseguono un rendimento più elevato di quello tradizionalmente associato alle riserve valutarie gestite dalla banca centrale.

Le risorse gestite dai fondi di investimento sovrani si sono accresciute negli ultimi anni e, secondo recenti stime, avrebbero raggiunto un livello compreso tra 2.200 e 3.000 miliardi di dollari, il 37 per cento circa delle consistenze complessive di riserve valutarie mondiali. Circa i tre quarti del totale di tali attività sarebbero gestiti da fondi facenti capo a soli cinque paesi (Emirati Arabi, Norvegia, Singapore, Kuwait e Cina).

Nel medio-lungo termine le risorse finanziarie dei fondi di investimento sovrani potrebbero raggiungere un ammontare tale da avere un impatto non trascurabile sui mercati internazionali dei capitali. La relativa opacità con cui queste risorse vengono investite e il rischio di incipiente protezionismo finanziario nei paesi in cui questi fondi investono hanno alimentato un intenso dibattito sulla migliore strategia multilaterale da adottare nei confronti di questa tipologia di investitori (cfr. il capitolo 4: La cooperazione economica internazionale).

4. LA COOPERAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE

L'attività di assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale (FMI) ha continuato a ridursi nel 2007 e nei primi mesi di quest'anno. Alla fine di marzo del 2008 lo stock di finanziamenti ai paesi membri era pari a 5,8 miliardi di DSP, contro i 9,8 alla fine del 2006. Attualmente, i principali paesi debitori del Fondo sono la Turchia (72,8 per cento del totale) e, per ammontari limitati, la Repubblica Dominicana, la Liberia, il Sudan e l'Ucraina. È in corso un intenso dibattito sulla riforma delle fonti reddituali del Fondo, inariditesi a causa della forte contrazione della domanda di credito dei paesi.

Nel corso dell'anno sono proseguiti i lavori per potenziare la prevenzione delle crisi e il dialogo con i paesi di rilevanza sistemica, inclusi quelli emergenti. In particolare, sono state portate a compimento due importanti riforme: quella della "sorveglianza bilaterale" e quella relativa all'assetto delle quote e dei poteri di voto dei paesi nell'FMI. Le turbolenze sui mercati finanziari e l'accresciuta importanza dei fondi di investimento sovrani hanno evidenziato la necessità di rafforzare la sorveglianza sul sistema finanziario globale e di raccordare l'azione preventiva dell'FMI con quella di altri organismi internazionali, in particolare con il Financial Stability Forum (FSF), l'OCSE e la Banca Mondiale.

Sul fronte dello sviluppo economico e della lotta alla povertà appare molto arduo conseguire gli Obiettivi di sviluppo del Millennio (OSM). Sullo sfondo di una contrazione degli aiuti ufficiali allo sviluppo rispetto all'anno precedente, la Banca Mondiale ha avviato una revisione delle proprie strategie di lungo periodo.

La riforma delle funzioni di sorveglianza del Fondo monetario

Il 15 giugno 2007 il Consiglio di amministrazione del Fondo ha approvato a larga maggioranza il testo della nuova Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri (*Decision on Bilateral Surveillance over Members' Policies*). Con la decisione, che sostituisce quella vigente dal 1977 (*Decision on Surveillance Over Exchange Rate Policies*), si è inteso reinterpretare (senza però modificarlo) l'Art. IV dello Statuto (*Articles of Agreement*), che stabilisce gli obiettivi generali della sorveglianza, le sue modalità e gli obblighi dei paesi membri in questo campo.

La decisione si basa sulla nozione centrale di "stabilità esterna" dei paesi membri, definita come una posizione della bilancia dei pagamenti tale da non generare movimenti disordinati dei tassi di cambio. Tale nozione implica il rispetto congiunto delle seguenti condizioni: l'assenza di "disallineamenti fondamentali" del tasso di cambio reale, congruente con un saldo delle partite correnti, depurato dalle influenze cicliche o transitorie, prossimo all'equilibrio; flussi di capitale stabili, non soggetti al rischio di repentine inversioni. La stabilità esterna dei paesi contribuirebbe a quella del sistema nel suo complesso e, quindi, agevolerebbe il conseguimento di quello "stabile sistema di tassi di cambio" che il Fondo e i suoi membri sono congiuntamente impegnati a mantenere. D'altro lato, come già previsto

dall'Art. IV dello Statuto, i paesi membri devono sforzarsi di perseguire politiche orientate alla propria "stabilità interna" (crescita sostenibile e con bassa inflazione), in quanto ciò rappresenterebbe la premessa fondamentale per la stabilità esterna.

I compiti del Fondo e gli indicatori di sorveglianza. – L'FMI deve valutare la misura in cui le politiche economiche dei paesi membri (monetarie, fiscali, finanziarie e del cambio) siano effettivamente volte a promuovere la stabilità interna e, per questa via, quella esterna. Con la nuova decisione sono state introdotte alcune modifiche ai cosiddetti indicatori di sorveglianza: maggiore attenzione verrebbe posta a "disallineamenti fondamentali" dei tassi di cambio reali, ad ampi e persistenti squilibri nelle partite correnti, alle vulnerabilità della posizione netta sull'estero e alla volatilità dei movimenti di capitale.

I compiti dei paesi membri. – In base alla nuova decisione i paesi devono osservare quattro regole principali. La prima è relativa al divieto di "manipolare" i tassi di cambio nominali, con l'intento di deprezzare artificiosamente il cambio reale e stimolare le esportazioni nette. Le altre tre regole riguardano l'impegno a: intervenire sul mercato dei cambi per contrastare turbolenze di breve periodo; tenere conto degli interessi degli altri paesi membri nelle politiche di intervento; "evitare politiche dei cambi che generino instabilità esterna". Quest'ultima raccomandazione è, in sostanza, rivolta a quei paesi che prescelgono regimi di cambio rigidi ma che, per ragioni diverse, non riescono a garantirne la sostenibilità.

Circa le modalità della sorveglianza sui paesi membri facenti parte di unioni monetarie, si è stabilito che i concetti di "stabilità esterna" e "disallineamento fondamentale" dei tassi di cambio debbano applicarsi solo a livello di unione e non ai singoli paesi membri. Questi ultimi devono sforzarsi di mantenere la propria stabilità interna e, per questa via, contribuire a quella dell'unione nel suo insieme. Ciò nonostante, l'FMI continuerà a monitorare la bilancia dei pagamenti e il tasso di cambio reale dei singoli paesi, poiché eventuali forti squilibri a livello nazionale potrebbero avere implicazioni sulla bilancia dei pagamenti dell'unione.

La nuova decisione pone una forte enfasi sul ruolo dei tassi di cambio e sull'individuazione di eventuali scostamenti da una situazione di equilibrio, in quanto segnali di rischi di movimenti disordinati nei cambi nominali, nei prezzi delle altre attività finanziarie o nel tasso di inflazione. Questa innovazione, pur rilevante, non è stata ancora attuata pienamente. Da un lato, sono state meglio precisate le metodologie per la definizione e la stima di tassi di cambio di equilibrio, anche se questi strumenti debbono ancora essere perfezionati; dall'altro, la comunicazione esterna in materia di tassi di cambio rimane complessa e delicata, e deve essere esercitata con grande prudenza. In assenza di nuovi obblighi per i paesi membri e di specifici poteri sanzionatori da parte dell'FMI, l'efficacia dell'azione del Fondo in questo campo rimane essenzialmente legata all'autorevolezza della sua analisi, alla corretta comunicazione con le autorità nazionali e con i mercati, ai meccanismi di *peer pressure* in seno al suo Consiglio di amministrazione.

Il nuovo assetto dei poteri di voto dell'FMI

Il 28 aprile 2008 i 185 Governatori del Fondo hanno approvato una nuova risoluzione con cui si stabilisce l'aumento delle quote di partecipazione di molti paesi membri e, quindi, del loro potere di voto. La risoluzione mira a rendere la distribuzio-

ne dei poteri di voto più in linea col mutato peso economico dei paesi e ad assicurare l'espressione degli interessi dei paesi più poveri. Un primo passo in questa direzione era stato fatto alla fine del 2006, in occasione degli incontri annuali tenuti a Singapore, quando vennero aumentate le quote di quattro paesi nettamente sottorappresentati (Cina, Corea del Sud, Messico e Turchia). La riforma è stata completata nell'aprile scorso, con un ulteriore aumento di quote e poteri di voto per questi e altri paesi, fra cui numerose economie emergenti. È così giunto al termine un lungo e complesso negoziato iniziato nel 2001.

La riforma dei poteri di voto si fonda su una formula “non lineare” basata su quattro variabili, su un aumento di capitale complessivo pari all'11,5 per cento (rispetto a quello vigente prima dell'accordo di Singapore) distribuito ai paesi beneficiari con alcuni criteri *ad hoc*, e sulla triplicazione dei cosiddetti voti base.

Il potere di voto dei paesi membri dell'FMI è dato dalla somma dei voti base (fissati dallo Statuto e pari, prima della riforma, a 250 voti per ciascun paese membro) e dei voti collegati alle rispettive quote di partecipazione al capitale del Fondo (in ragione di un voto ogni 100.000 DSP).

La formula per il calcolo dei valori di riferimento delle quote di partecipazione dei paesi membri è stata semplificata. Il peso di ciascun paese è espresso dalla media aritmetica ponderata delle sue quote sul totale mondiale di quattro variabili, elevata a un esponente pari a 0,95 (il cosiddetto fattore di compressione, che ridistribuisce quote relative dai paesi grandi a quelli piccoli lasciandone invariato l'ordine) e successivamente riproporzionata al fine di riportare a 100 la somma di tutte le quote relative. Le variabili utilizzate sono: il PIL (valutato per tre quinti ai tassi di cambio di mercato e per la parte restante alle parità di potere d'acquisto, con un peso del 50 per cento), l'apertura commerciale (misurata dalla somma dei crediti e dei debiti di parte corrente, con peso pari al 30 per cento), 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).

L'aumento complessivo di capitale è stato riservato ai soli paesi sottorappresentati secondo la nuova formula, in modo da ridurre proporzionalmente lo scarto tra le loro quote effettive e quelle calcolate. Per alcuni di questi paesi, tuttavia, sono state concordate deroghe a questo principio generale. In primo luogo, i paesi sottorappresentati del G7 (Stati Uniti, Giappone, Germania e Italia) hanno rinunciato volontariamente a una parte dell'aumento di quote a essi spettante. In particolare, gli Stati Uniti hanno accettato di mantenere il loro attuale potere di voto relativo (16,7 per cento del totale); per gli altri tre paesi, lo scarto tra la quota relativa effettiva e quella pre-Singapore è stato ridotto nella stessa proporzione applicata agli Stati Uniti. In secondo luogo, si è deciso di incrementare di almeno il 40 per cento le quote dei paesi emergenti sottorappresentati, il cui peso sul PIL alle parità di potere d'acquisto superava di tre quarti la rispettiva quota relativa presso l'FMI (Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Messico, Turchia e Vietnam). Infine, si è deciso di accordare ai quattro paesi già beneficiari dell'accordo di Singapore (Cina, Corea del Sud, Messico e Turchia) un ulteriore aumento di quote non inferiore al 15 per cento.

La riforma ha implicato una crescita delle quote di partecipazione di 54 paesi, di cui 41 non avanzati. Tenendo conto dell'aumento dei voti base (da 250 a 750), si è prodotto uno spostamento di voti relativi, dai paesi avanzati agli altri paesi, pari a 2,7 punti percentuali (tav. 4.1). La Cina è divenuta il sesto maggiore azionista dell'FMI, dopo Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito. L'aumento del potere di voto dei paesi emergenti è stato principalmente assorbito dai paesi della UE, i cui voti relativi si sono nel complesso ridotti di 1,6 punti. Quelli dei paesi più poveri sono aumentati di 1,1 punti percentuali, di cui 0,4 relativi all'India. La quota di partecipazione dell'Italia è cresciuta di 827 milioni di DSP (circa 870 milioni di euro); il potere di voto relativo è diminuito solo lievemente (dal 3,24 al 3,16 per cento del totale).

Al fine di garantire una migliore rappresentanza dei paesi a basso reddito, è stata altresì approvata una modifica dello Statuto che consente ai direttori esecutivi eletti dalle “constituencies” composte da un maggior numero di paesi (in pratica, quelle africane) di nominare due vice direttori presso il Consiglio di amministrazione anziché uno soltanto.

Tavola 4.1

Quote di partecipazione e poteri di voto dei paesi presso l'FMI					
PAESI	Quote (milioni di DSP)		Poteri di voto (in percentuale del totale)		
	Prima della riforma	Incremento	Prima della riforma	Dopo la riforma	Differenza
Paesi il cui potere di voto relativo è aumentato, di cui:					+5,42
Cina	6.369	3.152	2,93	3,80	+0,88
Corea	1.634	1.732	0,76	1,36	+0,60
India	4.158	1.663	1,92	2,34	+0,42
Brasile	3.036	1.214	1,40	1,72	+0,31
Messico	2.586	1.040	1,20	1,47	+0,27
Spagna	3.049	973	1,41	1,62	+0,22
Turchia	964	491	0,45	0,61	+0,15
Irlanda	838	419	0,40	0,53	+0,13
Giappone	13.313	2.317	6,11	6,23	+0,12
Polonia	1.369	319	0,64	0,70	+0,06
Vietnam	329	132	0,16	0,21	+0,05
Malesia	1.487	287	0,69	0,73	+0,04
Paesi il cui potere di voto relativo è diminuito, di cui:					-5,42
Francia	10.739	–	4,93	4,29	-0,64
Regno Unito	10.739	–	4,93	4,29	-0,64
Arabia Saudita	6.986	–	3,21	2,80	-0,41
Canada	6.369	–	2,93	2,56	-0,37
Russia	5.945	–	2,73	2,39	-0,35
Paesi Bassi	5.162	–	2,38	2,08	-0,30
Stati Uniti	37.149	4.973	17,02	16,73	-0,29
Belgio	4.605	–	2,12	1,86	-0,26
Svizzera	3.459	–	1,60	1,40	-0,19
Australia	3.236	–	1,49	1,31	-0,18
Germania	13.008	1.557	5,97	5,80	-0,16
Svezia	2.396	–	1,11	0,98	-0,13
Italia	7.056	827	3,24	3,16	-0,09
<i>Per memoria:</i>					
Paesi avanzati (1)	131.728	12.529	60,60	57,90	-2,70
Paesi UE-27	70.404	5.562	32,50	30,90	-1,60
Paesi poveri (2)	16.468	1.828	8,30	9,40	1,10
Fonte: FMI.					
(1) Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Islanda, Israele, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, San Marino, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera. –					
(2) I 78 paesi eleggibili a ricevere assistenza finanziaria tramite la Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) del Fondo monetario. Il gruppo include, tra gli altri paesi, anche l'India.					

Altre iniziative in materia di stabilità finanziaria

Sotto la spinta delle turbolenze finanziarie, si sono intensificati i lavori per rafforzare la sorveglianza del Fondo sulla stabilità finanziaria, migliorare gli attuali strumenti di prevenzione delle crisi e realizzare un più efficace coordinamento con il Financial Stability Forum.

Lo scorso aprile il G7 ha approvato un nuovo rapporto dell'FSF sul rafforzamento della solidità del mercato e delle istituzioni (cfr. il capitolo 2: I mercati finanziari e valutari). Il rapporto è stato altresì discusso dall'International Monetary and Financial Committee (IMFC); esso contiene raccomandazioni in larga parte rivolte alle autorità nazionali, ma sollecita anche una maggiore cooperazione tra organismi internazionali nell'ambito delle rispettive aree di competenza. In particolare, è previsto che l'FMI presenti, in occasione degli incontri semestrali dell'FSF, un rapporto sui rischi per la stabilità finanziaria globale; inoltre, il Fondo dovrà dare conto, nei propri rapporti di sorveglianza, dello stato di realizzazione delle principali raccomandazioni dell'FSF.

Fondi di investimento sovrani. – Lo scorso ottobre l'IMFC, pur riconoscendo il ruolo positivo svolto dai fondi di investimento sovrani nell'accrescere la liquidità internazionale e favorire l'allocazione efficiente delle risorse (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale*

e le *balance dei pagamenti*), ha sottolineato il pericolo di reazioni protezionistiche nei paesi destinatari degli investimenti degli stessi. L'FMI è stato incaricato di avviare un dialogo con i gestori di questi fondi per definire un codice di condotta da perseguire su base volontaria. Il codice si focalizzerà su tre aspetti (governance, assetti istituzionali, trasparenza), e sarà elaborato con il contributo degli stessi fondi sovrani e di altri organismi (OCSE e Banca Mondiale). Contemporaneamente, l'OCSE svilupperà un codice di condotta per il trattamento degli investitori stranieri da parte dei paesi recettori.

L'OCSE svolge un ruolo preminente per le questioni che riguardano i paesi destinatari e le loro politiche di investimento tra cui, in particolare, quelle legate alla sicurezza nazionale. Sono stati individuati tre principi ai quali dovrà ispirarsi il codice di condotta: trasparenza, proporzionalità nella regolamentazione e responsabilità per il proprio operato. Il principio di proporzionalità è previsto anche nel Trattato della UE (art. 5); esso stabilisce che l'azione regolamentare debba limitarsi a quanto strettamente necessario per raggiungere gli obiettivi fissati dai trattati, selezionando, a parità di efficacia, la modalità di intervento che lasci maggiore libertà agli Stati membri e alle persone. Nel marzo di quest'anno, il Consiglio europeo ha approvato il programma di lavoro dell'OCSE e dell'FMI in materia di fondi di investimento sovrani, e ha precisato che l'azione comune dei paesi della UE si baserà su quattro principi fondamentali: a) l'impegno a garantire un sistema di investimenti aperto; b) il ricorso, se necessario, a misure di regolamentazione a livello nazionale ed europeo; c) il rispetto degli obblighi del Trattato della UE e degli impegni internazionali; d) l'osservanza dei criteri di proporzionalità e trasparenza.

La lotta alla povertà e gli aiuti allo sviluppo

La lotta alla povertà. – Il conseguimento degli Obiettivi di Sviluppo del Millennio rimane caratterizzato da una elevata incertezza. Permangono prospettive favorevoli per il primo degli OSM (dimezzare, rispetto al 1990, la percentuale di popolazione che vive con meno di un dollaro al giorno), ma si sono accumulati forti ritardi in tutti i restanti Obiettivi. Lo scenario è peggiorato nell'ultimo anno a causa del rallentamento della crescita globale e, soprattutto, dello straordinario aumento dei prezzi dei generi alimentari (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le balance dei pagamenti*). Un ulteriore fattore di rischio è costituito dal cambiamento climatico in atto, le cui conseguenze risultano particolarmente drammatiche per i paesi più poveri a causa di una maggiore vulnerabilità di natura geografica, economica e istituzionale.

Esistono differenze notevoli a livello regionale in termini di progresso verso gli OSM. Mentre in Asia la rapida crescita della Cina ha già consentito di dimezzare la percentuale di popolazione che vive sotto la soglia di povertà, le prospettive rimangono sfavorevoli in gran parte dell'Africa subsahariana. Nonostante la significativa accelerazione della crescita nel continente a partire dal 2003, circa un terzo dei paesi (in termini di popolazione) ha registrato progressi limitati rispetto a tutti gli OSM. Particolari preoccupazioni destano anche i paesi cosiddetti fragili, che, secondo la definizione della Banca Mondiale, sono caratterizzati da una elevata instabilità politico-istituzionale, spesso conseguente a conflitti. In tali paesi si concentra un quinto della popolazione totale dei paesi in via di sviluppo, ma un terzo di coloro che vivono con meno di un dollaro al giorno; inoltre, contrariamente a quanto avvenuto nel resto del mondo, l'incidenza della povertà in questi paesi è aumentata nell'ultimo decennio.

Il finanziamento allo sviluppo, il ruolo della Banca Mondiale e le proposte di riforma. – Sulla base di stime preliminari del Development Assistance Committee (DAC) dell'OCSE, nel 2007 i flussi globali di aiuti ufficiali allo sviluppo sono ammontati a 103,7 miliardi di dollari (0,28 per cento del PIL dei donatori), con un calo, dopo quello dell'anno precedente, dell'8,4 per cento in termini reali. Questa riduzione è riconducibile al venir meno delle operazioni straordinarie di cancellazione del debito (in particolare quelle in favore di Iraq e Nigeria) che avevano contribuito a dilatare in misura eccezionale i flussi di aiuti nel 2005 e nel 2006. Esauriti gli effetti della cancellazione, il com-

plesso degli aiuti dovrebbe tornare a crescere nel prossimo triennio, per raggiungere l'obiettivo dello 0,35 per cento del reddito nazionale dei donatori nel 2010.

Nel quinquennio 2002-06 i flussi netti annui di aiuti multilaterali sono cresciuti lievemente in termini reali da 22,5 a 23,8 miliardi di dollari (la loro quota sul totale degli aiuti è scesa dal 28 al 23 per cento). Nello stesso periodo gli esborsi netti dell'International Development Association (IDA) – lo strumento della Banca Mondiale per la concessione di donazioni e prestiti a tasso agevolato – si sono ridotti da 7,5 a 6,0 miliardi di dollari; pertanto, la quota dell'IDA è scesa dal 34 al 25 per cento del complesso dei contributi multilaterali. La quindicesima ricapitalizzazione dell'IDA (IDA15), conclusasi lo scorso dicembre, ha raggiunto il livello record di 41,6 miliardi di dollari (il 30 per cento in più rispetto all'IDA14); di questi, 31,4 miliardi saranno forniti dai donatori e il resto provverrà da trasferimenti dalle altre istituzioni della Banca Mondiale. L'elevato ammontare di risorse promesse lascia prevedere, per il triennio 2009-2011, un significativo incremento dell'operatività a favore dei paesi più poveri. Con il 14,0 per cento, il Regno Unito è diventato il maggiore donatore, superando gli Stati Uniti (12,2 per cento); la quota dell'Italia è rimasta stabile al 3,8 per cento.

I ritardi sul versante degli OSM, la situazione particolarmente critica dell'Africa subsahariana, gli effetti del cambiamento climatico, l'aumento delle disuguaglianze nei grandi paesi emergenti, la perdita di competitività dei propri strumenti di finanziamento, dovuta principalmente alla riduzione degli spread di mercato, hanno indotto la Banca Mondiale ad avviare una revisione delle sue strategie di lungo periodo.

Tra le innovazioni più rilevanti vi sono: a) il potenziamento delle attività in favore dei paesi più poveri, con priorità verso quelli africani, che richiederà adeguati contributi per l'IDA e il rilancio del suo ruolo di coordinamento nel sempre più frammentato sistema globale dell'assistenza allo sviluppo; b) un maggiore coinvolgimento nei paesi fragili, per i quali è necessario sviluppare nuovi approcci e accrescere il coordinamento con altre organizzazioni internazionali (ad esempio le Nazioni Unite); c) il rilancio dell'impegno nei paesi a medio reddito, in cui persistono vaste sacche di povertà (in tali paesi vive oltre il 70 per cento della popolazione mondiale che dispone di meno di due dollari al giorno); d) la semplificazione delle procedure d'accesso ai prestiti, una maggiore aderenza dei prodotti alle esigenze specifiche dei paesi clienti, la revisione e lo scorporo (unbundling) dei servizi di consulenza da quelli finanziari; e) l'elaborazione di un quadro di riferimento appropriato per il coinvolgimento della Banca Mondiale nel campo dei beni pubblici globali.

Anche la Banca Mondiale ha avviato un processo di revisione dei poteri di voto dei paesi membri, volto a rafforzare il peso di quelli più poveri. Non è ancora stato chiarito se tale riforma mirerà a replicare i risultati di quella varata dall'FMI (cfr. il paragrafo: Il nuovo assetto dei poteri di voto dell'FMI), ovvero terrà conto delle profonde differenze di mandato tra le due istituzioni. La scadenza per il raggiungimento di un accordo è prevista per gli incontri primaverili del 2009.

Gli aiuti dell'Italia. – Nel 2007 l'Italia ha erogato aiuti ufficiali per 3,9 miliardi di dollari, il 3,6 per cento in meno in termini reali rispetto all'anno precedente. L'incidenza sul reddito nazionale lordo è passata dallo 0,2 allo 0,19 per cento, contro l'obiettivo di 0,33 per cento indicato per il 2006.

Secondo stime del DAC, l'Italia dovrebbe quasi triplicare il volume di aiuti in termini reali per rispettare l'obiettivo intermedio dello 0,51 per cento previsto per il 2010 (l'obiettivo finale è raggiungere lo 0,7 per cento nel 2015). Nell'ultimo decennio, il rapporto tra aiuti e PIL dell'Italia è risultato più basso della media dei paesi aderenti al DAC. Il peso degli aiuti canalizzati attraverso organismi multilaterali è salito al di sopra della media, riflettendo la contrazione di quelli erogati in via bilaterale. Questi ultimi risultano caratterizzati da una più elevata percentuale di aiuti condizionati all'acquisto di beni e servizi offerti dal donatore e da una maggiore incidenza di cancellazioni del debito.

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

5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Nel 2007 l'espansione economica dell'area dell'euro è proseguita. Il principale contributo allo sviluppo è giunto dalle esportazioni, favorite dall'andamento sostenuto del commercio mondiale, pur a fronte del forte apprezzamento dell'euro. Ne è derivato un rinnovato impulso per l'attività industriale e per l'accumulazione di capitale produttivo, in presenza di condizioni di finanziamento favorevoli per gran parte dell'anno. Hanno invece decelerato sensibilmente gli investimenti residenziali, come riflesso del rallentamento delle quotazioni e del volume delle compravendite immobiliari.

I consumi delle famiglie, già modesti negli anni precedenti, si sono ancora indeboliti; vi ha contribuito soprattutto il brusco calo della spesa in Germania all'inizio dell'anno, in concomitanza con l'innalzamento dell'imposta sul valore aggiunto, che aveva indotto le famiglie tedesche ad anticipare parte degli acquisti nei mesi finali del 2006.

L'inflazione è scesa nella media del 2007 al 2,1 per cento, dal 2,2 del biennio precedente. Il quadro inflazionistico si è tuttavia rapidamente deteriorato dall'autunno; la dinamica dei prezzi ha registrato un rialzo di 1,5 punti percentuali, al 3,4 per cento nella media del primo trimestre di quest'anno, sulla spinta dei rincari delle materie prime energetiche e alimentari. Gli effetti degli aumenti dei tassi ufficiali attuati dalla Banca centrale europea (BCE) fino alla metà del 2007 e l'apprezzamento del cambio hanno contribuito a contrastare la diffusione degli incrementi dei prezzi ad altri comparti.

Nell'ultima parte dell'anno, il rialzo dell'inflazione e l'accresciuta incertezza provocata dalla crisi finanziaria internazionale hanno concorso a un affievolimento della congiuntura, con effetti soprattutto sui consumi delle famiglie. Il clima di fiducia delle imprese si è deteriorato, pur a fronte del consolidarsi della capacità di esportare. Per l'anno in corso, i dati di fondo dell'economia sono coerenti con una prosecuzione della crescita, ma su valori più contenuti rispetto al 2007. L'indicatore €-coin, elaborato dalla Banca d'Italia, che stima la componente di fondo della dinamica del PIL, si colloca attualmente sui livelli minimi dell'attuale fase espansiva, compatibili con uno sviluppo inferiore al potenziale. La forte accelerazione del prodotto registrata nei dati preliminari del primo trimestre, concentrata soprattutto in Germania, potrebbe avere in parte carattere transitorio. Il rientro dell'inflazione dai livelli elevati dei primi mesi dell'anno è condizionato dall'evoluzione delle quotazioni delle materie prime.

La congiuntura nell'area dell'euro

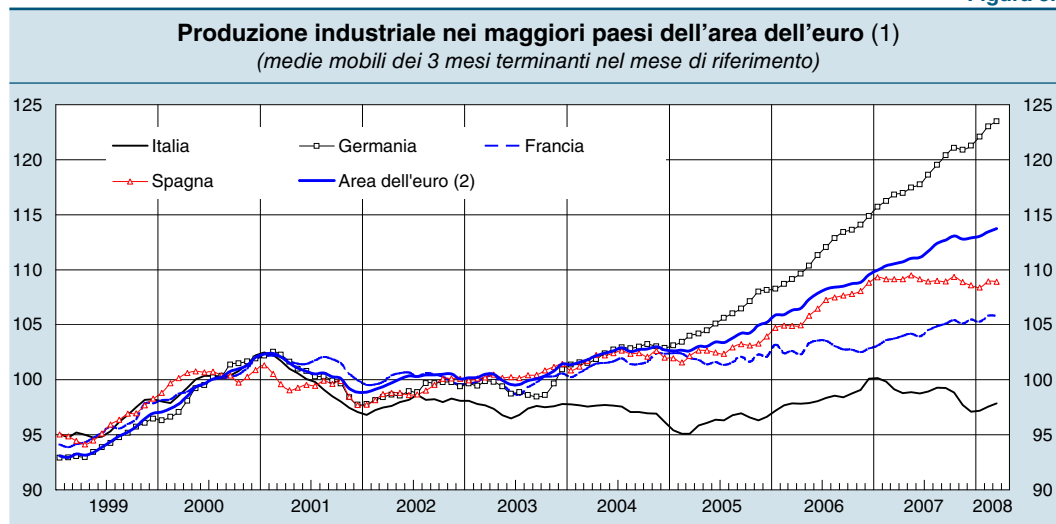
Nel 2007 il PIL dell'area dell'euro è aumentato del 2,6 per cento in termini reali (2,8 nel 2006; tav. 5.1), un ritmo superiore a quello del prodotto potenziale e, per la prima volta dal 2001, a quello degli Stati Uniti (2,2 per cento). La produzione industriale ha segnato un incremento cumulato del 3,1 per cento nell'arco dell'anno (fig.

Tavola 5.1

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro <i>(quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente)</i>								
PAESI	2005	2006	2007	2007				2008
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
PIL								
Germania (1)	0,8	2,9	2,5	0,6	0,2	0,7	0,3	1,5
Francia	1,9	2,2	2,2	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6
Italia (1)	0,6	1,8	1,5	0,3	..	0,2	-0,4	0,4
Spagna	3,6	3,9	3,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,3
Area dell'euro (1) (2)	1,6	2,8	2,6	0,7	0,3	0,7	0,4	0,7
Importazioni								
Germania	6,7	11,2	4,8	2,0	-2,0	3,2	-0,2	....
Francia	5,9	6,1	5,5	2,3	1,8	1,8	-1,1	1,9
Italia	2,2	5,9	4,4	1,3	-0,7	1,2	-1,0	....
Spagna	7,7	8,3	6,6	1,0	1,7	3,3	-0,6	0,6
Area dell'euro (2)	5,4	7,7	5,2	1,3	0,3	2,5	-0,3	....
Esportazioni								
Germania	7,1	12,5	7,8	-0,3	0,8	2,5	1,3	....
Francia	3,1	5,4	3,1	0,9	1,6	1,1	-0,2	3,1
Italia	1,0	6,2	5,0	1,5	-1,7	2,4	-1,3	....
Spagna	2,6	5,1	5,3	-0,1	2,2	3,8	-0,7	-0,2
Area dell'euro (2)	4,7	7,9	6,0	0,8	0,9	2,0	0,6	....
Consumi delle famiglie (3)								
Germania	-0,1	1,0	-0,4	-1,8	0,8	0,3	-0,8	....
Francia	2,6	2,3	2,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,2
Italia	0,9	1,1	1,5	1,1	0,1	0,2	-0,3	....
Spagna	4,2	3,8	3,2	1,1	0,8	0,5	0,3	0,2
Area dell'euro (2)	1,6	1,8	1,5	0,1	0,6	0,5	-0,1	....
Investimenti fissi lordi								
Germania	1,0	6,1	5,0	2,1	-1,4	0,6	1,1	....
Francia	4,4	4,8	4,9	1,2	0,6	1,0	1,1	1,1
Italia	0,7	2,5	1,2	-0,1	-0,6	-0,1	0,6	....
Spagna	6,9	6,8	5,9	1,6	1,6	0,6	0,9	0,1
Area dell'euro (2)	3,0	5,0	4,3	1,3	..	1,1	0,8	....
Domanda nazionale (4)								
Germania	0,3	1,9	1,0	1,9	-1,2	0,9	-0,4	....
Francia	2,6	2,4	2,8	1,0	0,6	0,9	0,1	0,4
Italia	0,8	1,8	1,3	0,3	0,3	-0,2	-0,3	....
Spagna	5,1	4,8	4,3	1,3	0,8	0,8	0,7	0,5
Area dell'euro (2)	1,8	2,6	2,2	0,9	0,1	0,9	..	....
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i> .								
(1) Per il primo trimestre del 2008: stime preliminari. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. –								
(3) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.								

5.1). La crescita dell'attività manifatturiera è stata intensa in Germania (5,6 per cento), più contenuta in Francia (2,6 per cento) e pressoché nulla in Spagna; la produzione è invece regredita in Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 8: *L'offerta*).

Figura 5.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indici: 2000=100; dati destagionalizzati. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi.

L'aumento del PIL ha riflesso il contributo di differenti determinanti: della domanda interna in Francia e in Spagna; delle vendite all'estero in Germania e in Italia.

Sulla spinta dell'andamento sostenuto della domanda mondiale, pur in presenza del forte apprezzamento del tasso di cambio reale (fig. 5.2), le esportazioni di beni e servizi dell'area sono aumentate, al lordo dei flussi interni, del 6,0 per cento in volume. Le vendite all'estero della Germania hanno ancora mostrato un'espansione superiore alla media (7,8 per cento), beneficiando della capacità competitiva dell'industria tedesca derivante dal processo di riorganizzazione e internazionalizzazione in atto dalla fine degli anni novanta. Un incremento apprezzabile si è registrato anche per le vendite all'estero di Francia (3,1 per cento), Italia (5,0 per cento) e Spagna (5,3 per cento). La Germania è l'unica, tra le economie avanzate, ad avere accresciuto la propria quota di mercato in volume sul commercio mondiale nell'ultimo quindicennio.

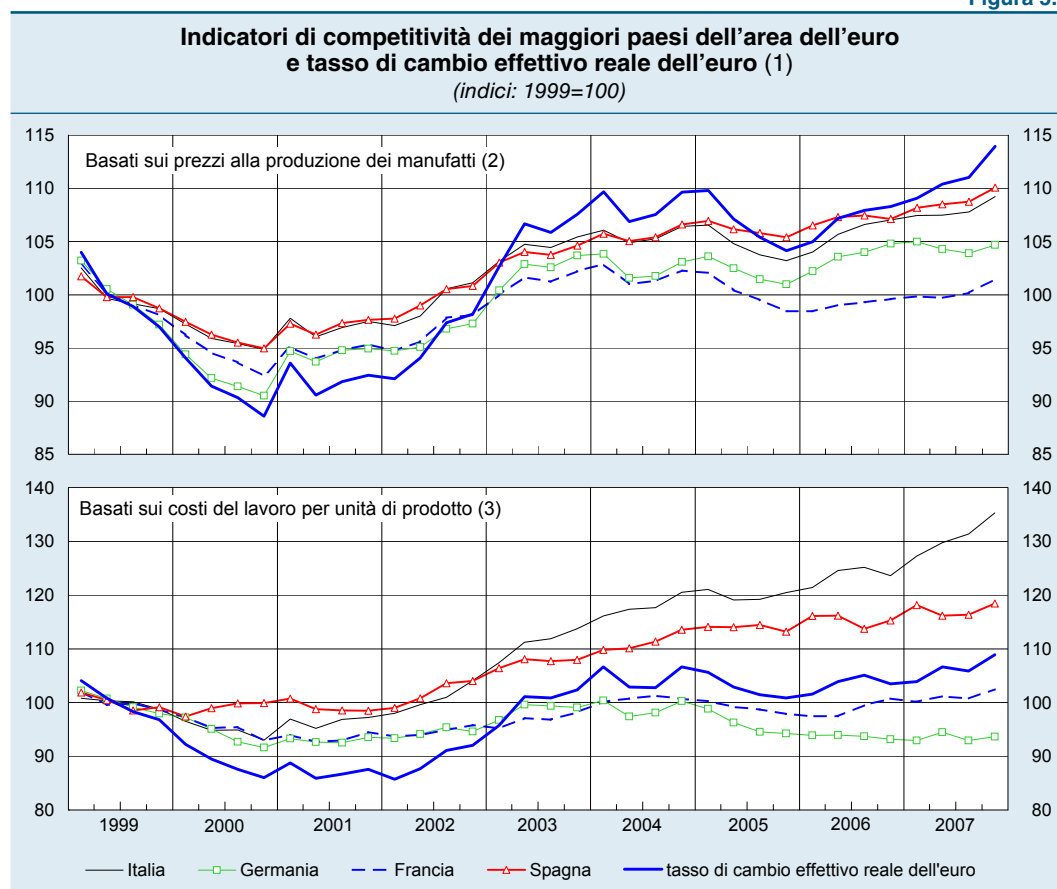
Sostenute da un'intensa accumulazione in beni capitali e dal rafforzamento dell'euro, le importazioni di beni e servizi dell'area sono aumentate del 5,2 per cento.

Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti a un ritmo elevato (4,3 per cento), consolidando la ripresa che si era avviata nel 2004. Vi hanno contribuito le favorevoli prospettive della domanda, soprattutto di quella estera, nonché le condizioni di finanziamento ancora espansive per larga parte dell'anno. L'elevato grado di utilizzo degli impianti ha stimolato la spesa in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (4,8 per cento); gli investimenti nel settore delle costruzioni hanno continuato ad aumentare (3,7 per cento), pur a fronte della brusca e diffusa decelerazione di quelli residenziali, la cui dinamica (2,6 per cento) si è dimezzata rispetto al 2006. L'attenuazione del ciclo immobiliare è stata particolarmente marcata in Spagna, dopo gli eccezionali incrementi degli investimenti abitativi dell'ultimo decennio (3,1 per cento).

nello scorso anno; 8,1 nella media del periodo 1996-2006). Nel 2007 la propensione a investire dell'area, approssimata dall'incidenza dell'accumulazione totale sul PIL, si è attestata al 22 per cento, superando il valore massimo raggiunto nell'espansione ciclica della fine degli anni novanta.

La dinamica degli investimenti in capitale produttivo si è mantenuta più elevata rispetto alla media in Germania e in Spagna (rispettivamente, 7,6 e 8,1 per cento); in linea con quella dell'area in Francia. L'Italia ha invece fatto registrare un ristagno, riconducibile in larga misura alla debolezza dell'attività industriale.

Figura 5.2



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

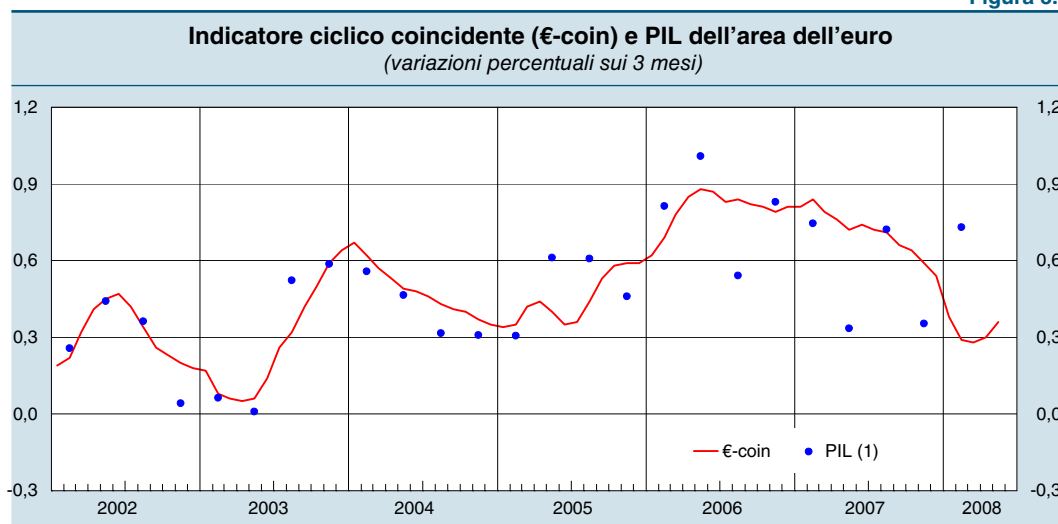
(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 22 paesi esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti (che includono anche membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 22 paesi esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro.

I consumi delle famiglie dell'area dell'euro sono cresciuti a ritmi contenuti (1,5 per cento), confermando una caratteristica di fondo dell'attuale fase ciclica. Ha inciso la moderata espansione del potere d'acquisto. In Germania la capacità di spesa delle famiglie è stata altresì gravata dall'incremento dell'imposta sul valore aggiunto attuato all'inizio del 2007, che ha provocato una flessione dei consumi (-0,4 per cento), già stagnanti dal 2002. La dinamica degli acquisti è risultata più vivace in Francia e in Spagna (2,4 e 3,2 per cento, rispettivamente), come nell'ultimo decennio.

L'incremento sostenuto del PIL nella media dell'anno nasconde andamenti diversi nel corso del 2007; la congiuntura dell'area dell'euro, inizialmente assai favorevole, si è progressivamente indebolita, soprattutto dall'estate, in conseguenza degli shock negativi che hanno colpito l'economia internazionale. Il rialzo dell'inflazione provocato dai rincari dei beni alimentari ed energetici (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i costi*) e il pessimismo sulle prospettive economiche, generali e personali, connesso con l'incertezza causata dalla crisi finanziaria internazionale, hanno avuto effetti soprattutto sui consumi delle famiglie, in flessione nello scorcio dell'anno. La fiducia delle imprese si è deteriorata, nonostante il consolidarsi della capacità di esportare.

L'indicatore coincidente €-coin, che stima la crescita trimestrale del prodotto dell'area depurata dalla variabilità di breve periodo, ha tratteggiato un profilo flettente, scendendo da tassi dell'ordine dello 0,8 per cento congiunturale all'inizio del 2007 a circa lo 0,5 in dicembre (fig. 5.3).

Figura 5.3



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi.

L'indicatore €-coin (<http://eurocoin.bancaditalia.it>), elaborato dalla Banca d'Italia e diffuso in collaborazione con il Centre for Economic Policy and Research (CEPR), fornisce una stima tempestiva della crescita di fondo dell'area dell'euro. Nella sua nuova versione, pubblicata a partire dallo scorso settembre, l'indicatore offre, nel corso di ciascun mese, una stima della posizione ciclica dell'economia dell'area nel mese stesso, colmando il divario informativo determinato dai ritardi di aggiornamento delle statistiche sul PIL (pubblicate circa 45 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento). €-coin si basa su tecniche di analisi statistica multivariata per sintetizzare l'insieme di informazioni contenute nei più importanti indicatori congiunturali; fra questi ultimi rientrano le serie mensili relative alle produzioni industriali nazionali e agli esiti dei sondaggi di opinione, nonché quelle giornaliere di natura finanziaria. Diversamente dagli indicatori su cui si fonda, €-coin si presta a un'immediata lettura in termini di tassi di crescita trimestrale del PIL e delinea con maggiore chiarezza i punti di svolta del ciclo.

Sulla base dei dati preliminari, nel primo trimestre del 2008 il PIL ha accelerato (0,7 per cento), sostenuto in gran parte dal forte incremento rilevato in Germania (1,5 per cento). Al prodotto tedesco avrebbe contribuito, oltre che l'impulso della domanda estera, l'eccezionale attività di investimento, probabilmente sospinta dalla scadenza di incentivi fiscali e dalla componente in costruzioni; i consumi delle famiglie sarebbero

aumentati, ma a un ritmo modesto. La crescita è stata più contenuta in Francia (0,6 per cento), nonché in Italia e in Spagna (0,4 e 0,3 per cento, rispettivamente).

Nello stesso periodo gli indicatori congiunturali dell'area hanno comunque continuato a peggiorare. €-coin si è attestato in maggio su un valore pari a circa lo 0,4 per cento, lievemente superiore ai minimi registrati nei primi mesi del 2008; se espresso in ragione d'anno prefigurerebbe una crescita di fondo nell'ordine dell'1,4 per cento, inferiore a quella stimata per il potenziale, segnalando il carattere in parte transitorio della recente accelerazione del prodotto.

La bilancia dei pagamenti

Nello scorso anno il conto corrente dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo è ritornato in attivo, dopo il modesto deficit registrato nel 2006 (tav. 5.2); il risultato riflette il miglioramento dei saldi dei beni e dei servizi. Gli afflussi netti nel conto finanziario sono stati pari a 102,8 miliardi; gli errori e omissioni sono risultati ancora elevati e di segno negativo (-143,3 miliardi). Come nel recente passato, ci si può attendere che, con i dati definitivi, parte della discrepanza statistica trovi contropartita in una diminuzione degli afflussi netti nel conto finanziario.

Tavola 5.2

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1) (miliardi di euro)				
VOCI	2004	2005	2006	2007
Conto corrente	62,1	18,1	-1,3	26,4
Merci	99,6	48,3	19,2	55,6
Servizi	32,5	37,4	42,3	51,5
Redditi	-10,2	5,4	15,1	3,0
Trasferimenti unilaterali	-59,8	-72,9	-77,9	-83,6
Conto capitale	16,6	11,4	9,2	14,1
Conto finanziario	-14,2	9,2	112,4	102,8
Investimenti diretti	-67,6	-216,4	-144,7	-94,8
Investimenti di portafoglio	70,7	131,4	266,3	253,9
Derivati	-8,3	-18,2	2,4	-110,1
Altri investimenti	-21,4	94,6	-10,3	58,9
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	-10,2	90,5	-25,4	80,1
Variazione riserve ufficiali (3)	12,4	17,8	-1,4	-5,2
Errori e omissioni	-64,5	-38,8	-120,3	-143,3

Fonte: BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (2) Escluso l'Eurosistema. – (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

Le partite correnti. – L'aumento dell'avanzo commerciale, salito dallo 0,2 allo 0,6 per cento del PIL, ha riflesso una decelerazione delle importazioni in valore più consistente di quella delle esportazioni, nonché il miglioramento delle ragioni di scambio (0,8 per cento) riconducibile all'apprezzamento dell'euro sul dollaro. Nel complesso, l'aumento del surplus è derivato per oltre il 60 per cento dall'interscambio con i paesi della UE esterni all'area. Il rallentamento della domanda negli Stati Uniti e l'apprez-

zamento della moneta unica hanno provocato un peggioramento dell'avanzo nei confronti di questo paese pari a 7,1 miliardi, con una riduzione delle esportazioni (-2,3 per cento) e una crescita delle importazioni (2,0 per cento; tav. 5.3).

Tavola 5.3

Area dell'euro: interscambio commerciale fob-fob per paese o area (1) (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2006 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori	
	2007			2007			2006	2007
Paesi della UE esterni all'area	545,2	10,1	36,3	423,8	6,9	29,3	98,7	121,4
Danimarca	34,4	7,6	2,3	28,1	-0,7	1,9	3,7	6,3
Regno Unito	236,7	5,3	15,7	174,1	0,6	12,0	51,8	62,6
Svezia	55,0	11,1	3,7	50,5	8,4	3,5	3,0	4,6
Altri paesi della UE (2)	219,1	16,0	14,6	171,2	15,2	11,8	40,3	47,9
Resto del mondo	958,4	7,0	63,7	1.024,3	5,0	70,7	-79,5	-65,8
Brasile	18,3	20,6	1,2	24,9	24,7	1,7	-4,8	-6,7
Canada	18,3	2,3	1,2	12,9	20,9	0,9	7,2	5,4
Cina	60,1	12,5	4,0	164,4	18,4	11,4	-85,3	-104,3
Giappone	34,0	-0,8	2,3	56,1	2,8	3,9	-20,3	-22,1
India	22,9	23,7	1,5	18,4	13,9	1,3	2,4	4,5
Russia	67,3	20,5	4,5	90,2	2,1	6,2	-32,5	-22,9
Stati Uniti	194,9	-2,3	13,0	135,2	2,0	9,3	66,8	59,7
Svizzera	84,8	5,6	5,6	74,4	6,4	5,1	10,5	10,5
Altri paesi	457,7	8,7	30,4	447,7	0,7	30,9	-23,4	10,1
Totale	1.503,6	8,1	100,0	1.448,1	5,5	100,0	19,2	55,6

Fonte: BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (2) Include l'interscambio, di ammontare esiguo, con le istituzioni della UE, che sono considerate entità con residenza esterna all'area.

L'avanzo nei servizi (51,5 miliardi) conferma il proseguimento di una tendenza positiva in atto dal 2001. È migliorato il saldo nei confronti dei paesi esterni alla UE (soprattutto la Svizzera e i principali paesi emergenti), pur in presenza di un ampliamento del disavanzo nei confronti degli Stati Uniti.

Il surplus nel conto dei redditi è sceso a 3,0 miliardi per effetto di un maggior disavanzo nei redditi di portafoglio. Il deficit nei trasferimenti unilaterali è salito a 83,6 miliardi.

Gli investimenti diretti, gli investimenti di portafoglio e i derivati. – A fronte di elevati flussi di investimenti diretti da e verso l'estero, le uscite nette sono risultate pari a 94,8 miliardi. La crescita degli investimenti diretti all'estero si è concentrata soprattutto nei centri offshore, in Svizzera e verso taluni paesi emergenti, come l'India e la Russia. Dal lato delle passività, il 70 per cento dell'incremento è pervenuto dagli Stati Uniti.

Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono scesi a 253,9 miliardi. Si sono ridotti anche i flussi lordi, soprattutto nella seconda parte dell'anno, in conco-

mitanza con le tensioni sui mercati finanziari. Il calo ha riguardato soprattutto i titoli azionari, dal lato sia dell'attivo, sia del passivo.

Da un'analisi della dinamica degli investimenti in titoli di debito emerge che i flussi in entrata e in uscita hanno segnato una contrazione più marcata a partire dal terzo trimestre dell'anno. La riduzione degli investimenti azionari all'estero da parte dei residenti nell'area ha riguardato quasi tutti i principali paesi di destinazione, con disinvestimenti pari a 34,1 miliardi nel Regno Unito, in Canada, in Giappone e in Svizzera (da investimenti per 26,8 nel 2006) e un dimezzamento degli investimenti negli Stati Uniti (23,5 miliardi, da 50,0).

La posizione patrimoniale verso l'estero. – La posizione debitoria netta verso l'estero è cresciuta per il secondo anno consecutivo, risultando alla fine del 2007 pari a 1.343,6 miliardi (15,1 per cento del PIL). Circa i due terzi del peggioramento sono derivati dagli aggiustamenti di valutazione delle consistenze (variazioni di cambio e di prezzo di mercato), che hanno comportato una riduzione del valore delle attività di portafoglio e di quelle di “altri investimenti”.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – Pur con tensioni al rialzo nell'ultima parte dell'anno, nella media del 2007 l'inflazione al consumo nell'area dell'euro ha segnato un leggero calo, al 2,1 per cento, ascrivibile alla decelerazione dei prezzi dei beni energetici nel primo semestre (pari a cinque punti percentuali; tav. 5.4). Una più marcata flessione è stata frenata dalle crescenti tensioni sui prezzi dei beni alimentari in connessione con i prolungati rincari dei prodotti di base (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*).

Tavola 5.4

Indicatori d'inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)															
	Italia			Germania			Francia			Spagna			Area dell'euro		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
			1° trim.			1° trim.			1° trim.			1° trim.			1° trim.
Prezzi al consumo (1)															
Indice generale	2,2	2,0	3,3	1,8	2,3	3,1	1,9	1,6	3,3	3,6	2,8	4,5	2,2	2,1	3,4
Indice al netto degli alimentari e degli energetici	1,6	1,8	2,2	0,7	1,9	1,6	1,4	1,6	1,8	2,8	2,5	2,4	1,4	1,9	1,8
Beni alimentari trasformati	2,7	2,8	5,4	2,1	3,2	6,0	0,6	1,0	5,7	3,9	3,9	8,5	2,1	2,8	6,4
Beni non alimentari e non energetici	1,2	1,5	1,8	0,2	1,3	0,6	0,2	0,5	1,0	1,5	0,7	0,3	0,6	1,0	0,8
Servizi	2,0	2,0	2,5	1,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	3,9	3,9	3,9	2,0	2,5	2,6
Beni alimentari freschi	1,6	3,2	3,9	3,2	2,4	2,2	2,6	2,2	3,8	3,9	4,3	4,6	2,8	3,0	3,5
Beni energetici	8,0	1,5	9,0	8,4	3,8	9,4	6,4	1,8	12,0	8,0	1,7	13,6	7,7	2,6	10,7
Prezzi alla produzione (2)	5,6	3,5	5,9	5,5	2,0	3,8	3,4	2,5	5,0	5,3	3,3	6,7	5,1	2,8	5,4
Deflatore del PIL	1,7	2,3	1,8	0,6	1,8	....	2,5	2,5	2,6	4,0	3,1	3,1	1,9	....	....

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

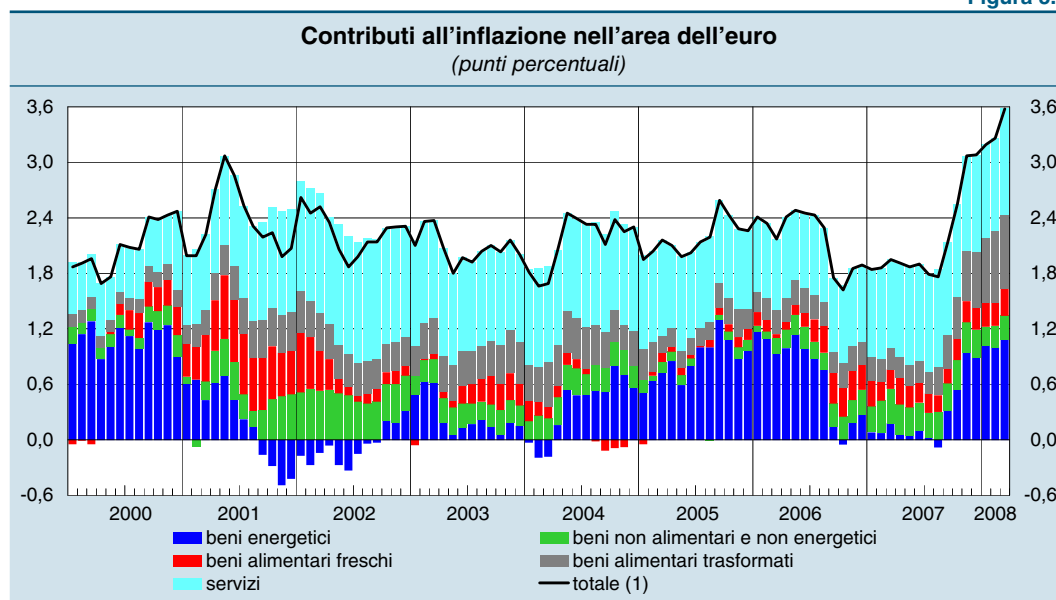
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi.

L'orientamento di politica monetaria della BCE, la moderazione salariale e l'apprezzamento dell'euro hanno contenuto l'aumento del ritmo di crescita dei prezzi al consumo al netto delle componenti alimentare e dell'energia, risultato dell'1,9 per cento; l'incremento rispetto al 2006, pari a 0,5 punti percentuali, è quasi interamente riconducibile all'aumento dell'IVA in Germania adottato nel gennaio 2007.

Si stima che l'innalzamento dell'aliquota dell'IVA, pari a tre punti percentuali, abbia contribuito per circa 1,5 punti alla crescita nel 2007 dei prezzi al consumo in Germania e per 0,4 nell'area.

Stabile fino all'estate, l'inflazione al consumo ha iniziato ad aumentare dal quarto trimestre (al 2,9 per cento dall'1,9 nei precedenti), sospinta dai rincari dell'energia e degli alimentari (fig. 5.4); nella media dei primi tre mesi dell'anno in corso ha raggiunto il 3,4 per cento, il livello più elevato dall'inizio dell'unione monetaria.

Figura 5.4



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazioni percentuali sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Il contributo della componente energetica all'inflazione, pressoché nullo nei primi nove mesi del 2007, è balzato a 0,8 punti percentuali nel quarto trimestre. Esso è ascrivibile ai marcati rincari dei carburanti (13,3 per cento sui dodici mesi nel quarto trimestre), che reagiscono con rapidità alle variazioni del prezzo del petrolio. I meccanismi di adeguamento delle tariffe dell'energia elettrica e del gas vigenti nei maggiori paesi dell'area hanno invece rallentato la trasmissione ai prezzi al consumo delle oscillazioni dei corsi delle materie prime energetiche. Solo dal primo trimestre del 2008 le tariffe energetiche hanno segnato un aumento (3,0 per cento sui dodici mesi).

La crescita dei prezzi dei beni alimentari trasformati è passata dal 2,0 per cento nel secondo trimestre del 2007 al 4,5 per cento nel quarto. La tendenza è proseguita nei primi mesi del 2008, quando è salita fino al 7,0 per cento sui dodici mesi in aprile. La dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari freschi è rimasta sostanzialmente stabile durante lo scorso anno; i prezzi al consumo delle carni hanno segnato aumenti modesti nonostante i forti rincari dei mangimi alimentari.

L'incremento dei prezzi al consumo alimentari è dipeso dai forti rialzi delle voci "latte, formaggi e uova" e "pane e cereali", che hanno seguito con qualche mese di ritardo l'accelerazione delle quotazioni delle materie di base sui mercati internazionali (cfr. il riquadro: Il recente rincaro delle materie prime alimentari, in Bollettino economico, n. 52, 2008). Gli aumenti dei prezzi del latte e dei suoi derivati sono risultati più elevati in Germania e in Spagna (superando il 15 per cento sui dodici mesi nel primo trimestre del 2008) che in Italia (7,4 per cento). In Francia i rincari dei prodotti alimentari sono risultati inferiori al resto dell'area; la forte presenza di grandi catene distributive, che definiscono i prezzi di approvvigionamento con i fornitori a date prestabilite, ha ritardato gli effetti degli incrementi dei corsi delle materie prime agricole.

Tra le componenti di fondo, la crescita dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici è rimasta moderata (1,0 per cento nella media del 2007). Nel primo trimestre del 2008 il loro rialzo era pari a quello, anch'esso contenuto, registrato nell'ultimo quarto del 2006, prima della manovra sull'IVA in Germania. Per contro, nel comparto dei servizi l'inflazione è risultata più elevata (al 2,5 per cento nel 2007), segnando un ulteriore leggero aumento nel primo trimestre dell'anno in corso, anche in connessione con i rincari di alcuni servizi di ristorazione e di trasporto.

I prezzi e i costi alla produzione. – Nel 2007 l'incremento dei prezzi alla produzione è sceso al 2,8 per cento nella media dell'anno (5,1 nel 2006), riflettendo il rallentamento della componente energetica (dal 13,3 all'1,7 per cento), concentrato nella prima metà dell'anno. Dalla fine dell'estate i rincari delle materie prime hanno sospinto la dinamica dei prezzi all'origine, giunta al 4,4 per cento sui dodici mesi in dicembre.

I beni alimentari, che nell'indice dei prezzi alla produzione incidono per circa il 15 per cento, hanno registrato un brusco rincaro nel corso dell'anno. Nel secondo semestre del 2007, i prodotti lattiero-caseari, le paste alimentari e i mangimi animali, che dipendono più intensamente dell'uso di cereali e del latte, hanno segnato aumenti di circa il 10 per cento rispetto al periodo precedente in tutti i maggiori paesi dell'area.

Al netto dei beni energetici e alimentari, la dinamica dei prezzi alla produzione ha segnato un progressivo calo, collocandosi al 2,1 per cento in dicembre. Vi ha contribuito il rallentamento dei prodotti intermedi non energetici che ha beneficiato dell'andamento contenuto dei prezzi all'importazione dei manufatti (all'1,0 per cento, dal 3,5 nel 2006). I prezzi dei beni destinati al consumo hanno lievemente accelerato (1,3 per cento dall'1,0 nel 2006), grazie anche alla moderazione dei costi di origine interna.

Nel complesso dell'economia il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha registrato una crescita modesta (1,2 per cento), come risultato di andamenti differenti per settore e per paese. Nell'industria è calato dello 0,7 per cento in virtù di guadagni di produttività del 3,1 per cento (tav. 5.5); nei servizi è invece aumentato dell'1,6 per cento per effetto della lieve accelerazione del costo del lavoro per dipendente.

In Germania la minor riduzione del CLUP nel 2007 (-0,2 per cento, da -1,1 nel 2006) ha riflesso principalmente il rallentamento della produttività. A quest'ultimo fattore si riconduce anche l'aumento registrato in Francia (2,3 per cento), mentre l'incremento in Spagna (2,7 per cento) è attribuibile all'accelerazione dei redditi da lavoro. In Italia la dinamica del CLUP (1,4 per cento) è risultata in linea con quella media nell'area (cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi).

Tavola 5.5

Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro <i>(variazioni percentuali sull'anno precedente)</i>										
PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
			di cui:							
					Valore aggiunto (2)		Occupati (1)			
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Industria al netto delle costruzioni (3)										
Germania	3,8	1,7	6,3	4,0	5,3	5,3	-1,0	1,2	-2,3	-2,3
Francia	3,5	3,2	4,2	3,2	2,3	1,8	-1,8	-1,4	-0,7	..
Italia	2,6	2,4	0,1	-0,1	1,2	0,8	1,0	0,9	2,5	2,5
Spagna	2,9	3,1	2,0	3,0	2,6	2,7	0,6	-0,3	1,0	0,1
Area dell'euro (4)	3,4	2,4	4,2	3,1	3,8	3,6	-0,4	0,5	-0,8	-0,7
Servizi (5)										
Germania	0,1	0,7	0,7	0,2	1,9	2,0	1,2	1,8	-0,6	0,5
Francia	2,9	2,9	1,0	0,4	2,1	1,9	1,1	1,5	1,9	2,6
Italia	2,5	1,6	0,1	0,7	2,1	1,8	2,1	1,1	2,5	0,9
Spagna	2,6	3,6	0,1	0,6	4,1	4,2	4,0	3,6	2,5	3,0
Area dell'euro (4)	1,8	2,3	0,4	0,7	2,5	2,7	2,1	2,0	1,4	1,6
Totale economia										
Germania	1,1	0,9	2,2	1,1	2,8	2,8	0,6	1,7	-1,1	-0,2
Francia	3,1	3,0	1,3	0,7	2,1	1,9	0,8	1,2	1,8	2,3
Italia	2,5	1,9	0,1	0,6	1,8	1,6	1,7	1,0	2,4	1,4
Spagna	3,0	3,6	0,7	0,9	3,9	3,9	3,2	3,0	2,3	2,7
Area dell'euro (4)	2,2	2,3	1,3	1,1	2,9	2,9	1,6	1,8	0,9	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
 (1) Per Francia, Italia e Spagna unità standard di lavoro. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi. – (5) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi".

La moderazione salariale e il recupero di produttività hanno consentito alle imprese industriali dell'area di espandere i margini di profitto. Secondo i dati di contabilità nazionale, nel 2007 la quota dei profitti sul valore aggiunto nell'industria ha segnato un incremento nei maggiori paesi, più marcato in Germania (circa due punti percentuali). Nel settore dei servizi, alla crescita più sostenuta del CLUP è corrisposta una lieve compressione dei margini in Francia e in Spagna, una stabilità in Germania; anche in Italia, pur a fronte della netta decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, i margini sono rimasti pressoché invariati.

L'attenuazione del ciclo economico internazionale e l'apprezzamento dell'euro hanno indotto i produttori dell'area a contenere i prezzi all'esportazione. I rincari dei beni venduti sui mercati esteri, registrati dalla crescita del deflatore delle esportazioni di beni (1,3 per cento rispetto al 2006), sono risultati inferiori a quelli praticati all'interno (misurati dai prezzi alla produzione al netto della componente energetica). Gli incrementi sono stati particolarmente limitati in Germania e in Francia (0,5 per cento).

In Italia il deflatore delle esportazioni è aumentato in misura superiore a quello medio dell'area (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Le aspettative d'inflazione. – Pur in presenza di attese di inflazione ancora coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi nel medio termine, nell'area dell'euro le aspettative per il 2008, rilevate da *Consensus Forecasts* presso gli operatori professionali, sono state riviste al rialzo dall'ultimo trimestre del 2007, raggiungendo in maggio il 3,1 per cento per la media dell'anno. Quelle relative al 2009 si collocano ora al 2,1 per cento (tav. 5.6; cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). In linea con le previsioni dei principali organismi internazionali, le attese si basano su un'ipotesi di rallentamento della crescita mondiale, che determinerebbe una sostanziale stabilità delle quotazioni del petrolio e dei corsi delle materie prime alimentari.

Tavola 5.6

Aspettative e previsioni d'inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro								
	2008				2009			
	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (4)	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (4)
Italia	3,0	2,5	2,4	3,0	2,3	1,9	1,9	2,2
Francia	2,7	2,5	2,2	3,0	1,9	1,7	1,9	2,0
Germania	2,6	2,5	2,3	2,9	1,9	1,6	1,8	1,8
Spagna	3,9	4,0	3,6	3,8	2,6	3,0	2,5	2,6
Area dell'euro (5)	3,1	2,8	2,5	3,2	2,1	1,9	2,0	2,3

Fonte: *Consensus Forecasts*, FMI, OCSE, Commissione europea.
 (1) Formulate a maggio 2008. – (2) Formulate ad aprile 2008. – (3) Formulate a dicembre 2007. – (4) Formulate ad aprile 2008. –
 (5) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi.

L'occupazione

Sospinta dalla prosecuzione della fase congiunturale espansiva, nel 2007 la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro ha accelerato all'1,8 per cento (1,6 del 2006), un incremento corrispondente a oltre due milioni di nuovi occupati.

In base ai dati dell'Eurostat il tasso di occupazione della popolazione in età da lavoro è salito al 65,6 per cento, un punto percentuale in più rispetto al 2006; è cresciuta l'incidenza del lavoro a tempo parziale e di quello a tempo determinato. L'aumento del tasso di occupazione è stato accentuato per le donne (al 57,8 per cento, dal 56,8 del 2006) e per le persone con età compresa tra i 55 e i 64 anni (al 43,4 per cento, dal 41,8). Nonostante questi progressi, gli indicatori del mercato del lavoro dei paesi dell'area dell'euro mostrano ancora forti ritardi rispetto agli obiettivi della Strategia di Lisbona per il 2010, che fissano il tasso di occupazione complessivo al 70 per cento, quello femminile al 60, quello della popolazione di età tra i 55 e i 64 anni al 50 per cento.

È proseguita la flessione del tasso di disoccupazione, diminuito di otto decimi al 7,4 per cento, il minimo dall'avvio dell'unione monetaria; il tasso di attività ha continuato a espandersi (al 70,9 per cento dal 70,6 nel 2006).

In Germania l'occupazione ha segnato un sensibile aumento (1,7 per cento; 0,6 nel 2006), grazie alla crescita del lavoro alle dipendenze a tempo indeterminato. L'incremento è stato più marcato nei servizi (1,8 per cento), riflettendo in parte quello dei contratti interinali per lavoratori poi effettivamente impiegati nell'industria. Il tasso di disoccupazione è fortemente diminuito, all'8,4 per cento (dal 9,8 del 2006).

L'occupazione, misurata in termini di unità standard di lavoro, è aumentata dell'1,2 per cento in Francia, del 3,2 in Spagna. Il tasso di disoccupazione è sceso, rispettivamente, di uno e 0,2 punti percentuali (dal 9,2 all'8,3 per cento e dall'8,5 all'8,3 per cento). In Italia quest'ultimo è ulteriormente diminuito al 6,1 per cento nella media del 2007 (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*).

6. LE POLITICHE DI BILANCIO

Nel 2007 il disavanzo di bilancio nell'area dell'euro è diminuito per il quarto anno consecutivo, attestandosi ai livelli più bassi registrati dall'avvio della UEM; l'incidenza del debito è scesa di oltre due punti percentuali del prodotto; i paesi con disavanzi eccessivi hanno conseguito risultati compatibili con la chiusura delle procedure in corso. Secondo le stime della Commissione europea nel 2008 il processo di graduale riduzione dei disavanzi di bilancio subirebbe una battuta d'arresto riflettendo il peggioramento della fase congiunturale e l'introduzione, da parte di alcuni governi, di sgravi tributari. In alcuni paesi saranno necessarie ulteriori misure di contenimento del disavanzo al fine di raggiungere una posizione di bilancio che assicuri margini adeguati per l'operare degli stabilizzatori automatici e consenta di affrontare la fase di più accentuato invecchiamento della popolazione con un debito pubblico significativamente inferiore.

Le politiche di bilancio nel 2007. – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è diminuito allo 0,6 per cento del PIL, dall'1,3 dell'anno precedente (tav. 6.1). Il miglioramento è analogo a quello delineato negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2006 e i primi mesi del 2007, benché il disavanzo dell'area del 2006 sia stato rivisto al ribasso (di 0,2 punti percentuali) a seguito dei nuovi dati di consuntivo trasmessi dall'Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *La politica di bilancio per il 2007*); tale effetto è stato sostanzialmente compensato da quello derivante dalla crescita economica superiore alle attese (2,6 per cento a fronte del 2,1).

I dati pubblicati dalla Commissione europea nell'aprile del 2008, a cui si fa riferimento in questo capitolo, recepiscono le informazioni notificate dai paesi all'inizio di aprile. I dati comunicati dalla Grecia non sono stati certificati dall'Eurostat, che ha ritenuto necessari alcuni approfondimenti circa le fonti e la qualità dei dati statistici.

Per la prima volta dal 2001, tutti i paesi dell'area presentano un indebitamento netto inferiore alla soglia del 3 per cento del prodotto. In Italia il disavanzo è calato dal 3,4 per cento del prodotto all'1,9, in Portogallo dal 3,9 per cento al 2,6. Il saldo di bilancio è migliorato significativamente in Germania (di 1,6 punti percentuali del PIL), raggiungendo un sostanziale pareggio. In Francia l'indebitamento netto è aumentato di 0,3 punti, al 2,7 per cento (fig. 6.1).

L'avanzo primario dell'area è aumentato di 0,8 punti, al 2,3 per cento del PIL; la spesa per interessi è rimasta sostanzialmente stabile al 3,0 per cento. Il miglioramento dei saldi di bilancio deriva principalmente dalla diminuzione dell'incidenza delle spese primarie sul prodotto, dal 43,8 al 43,2 per cento; le entrate sono aumentate di 0,2 punti, al 45,6 per cento. La pressione fiscale è passata dal 41,3 per cento del 2006 al 41,5 nel 2007, soprattutto per effetto dell'aumento registrato in Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *Le entrate e le spese*).

Tavola 6.1

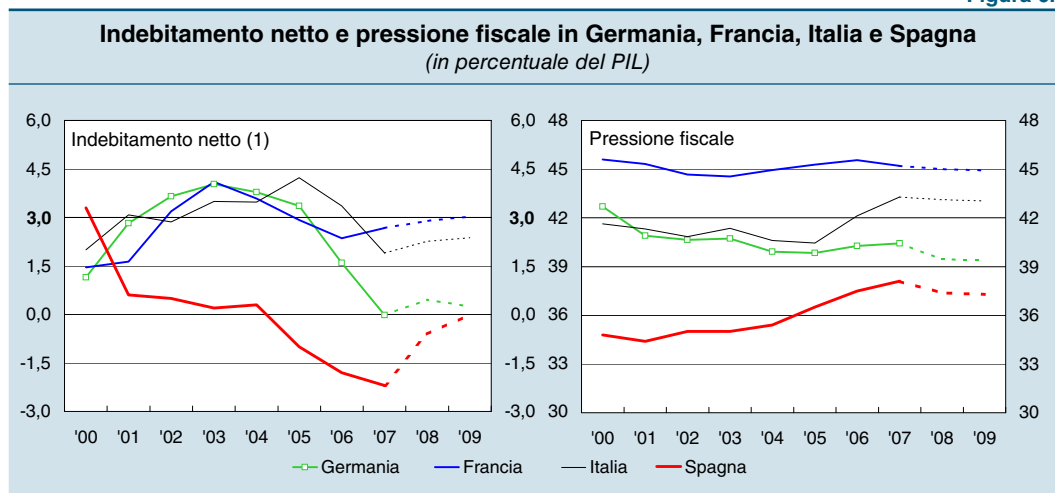
Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati 2004-07 (in percentuale del PIL)								
	Indebitamento netto				Debito			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Germania	3,8	3,4	1,6	0,0	65,6	67,8	67,6	65,0
Francia	3,6	2,9	2,4	2,7	64,9	66,4	63,6	64,2
Italia	3,5	4,2	3,4	1,9	103,8	105,8	106,5	104,0
Spagna	0,3	-1,0	-1,8	-2,2	46,2	43,0	39,7	36,2
Paesi Bassi	1,7	0,3	-0,5	-0,4	52,4	52,3	47,9	45,4
Belgio	0,0	2,3	-0,3	0,2	94,2	92,1	88,2	84,9
Austria	3,7	1,5	1,5	0,5	63,8	63,5	61,8	59,1
Grecia	7,4	5,1	2,6	2,8	98,6	98,0	95,3	94,5
Irlanda	-1,4	-1,6	-3,0	-0,3	29,5	27,4	25,1	25,4
Finlandia	-2,4	-2,9	-4,1	-5,3	44,1	41,3	39,2	35,4
Portogallo	3,4	6,1	3,9	2,6	58,3	63,6	64,7	63,6
Lussemburgo	1,2	0,1	-1,3	-2,9	6,3	6,1	6,6	6,8
Slovenia	2,3	1,5	1,2	0,1	27,6	27,5	27,2	24,1
Cipro	4,1	2,4	1,2	-3,3	70,2	69,1	64,8	59,8
Malta	4,6	3,0	2,5	1,8	72,6	70,4	64,2	62,6
Area euro (1)	2,9	2,5	1,3	0,6	69,6	70,2	68,5	66,4

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea, *Spring Forecasts*, aprile 2008.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 15 paesi.

La significativa riduzione dell'incidenza delle spese primarie riflette principalmente la dinamica delle prestazioni sociali in denaro (-0,3 punti) e dei redditi da lavoro (-0,2 punti).

Le entrate hanno beneficiato di una crescita del gettito tributario superiore a quanto atteso sulla base della dinamica delle basi imponibili, degli effetti del drenaggio fiscale e degli interventi discrezionali. Questi ultimi hanno avuto solo un modesto impatto accrescitivo del gettito: gli effetti degli aumenti riguardanti le imposte indirette (particolarmente rilevanti in Germania), sono stati sostanzialmente compensati da riduzioni dei contributi sociali (nella stessa Germania, in Francia e nei Paesi Bassi) e delle imposte dirette (in Francia e in Spagna).

Figura 6.1



Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea, *Spring Forecasts*, aprile 2008.
(1) Sono esclusi i proventi delle licenze UMTS.

Per omogeneità di confronto fra i paesi dell'area, le medie relative alle spese primarie e alle entrate qui considerate sono calcolate sulla base delle definizioni di questi aggregati contenute nel regolamento CE 10 luglio 2000, n.1500. Nel caso dell'Italia, nel 2007 le spese primarie e le entrate elaborate secondo il regolamento sono state rispettivamente pari al 43,5 e al 46,6 per cento del PIL, contro il 44,1 e il 47,2 nel formato tradizionale del conto economico delle Amministrazioni pubbliche.

Nelle stime della Commissione europea il disavanzo strutturale dell'area è diminuito dall'1,2 per cento del PIL del 2006 allo 0,7 per cento nel 2007, attestandosi al livello più basso dai primi anni settanta.

Nell'aprile del 2007 i Ministri delle finanze e dell'economia dell'area dell'euro, alla luce di risultati per il 2006 migliori delle attese e valutando che l'area stava attraversando una fase congiunturale favorevole, si erano impegnati a perseguire obiettivi di bilancio per il 2007 più ambiziosi di quelli riportati nei programmi e a destinare eventuali entrate superiori alle attese al miglioramento dei conti pubblici. A consuntivo, tuttavia, il miglioramento del saldo di bilancio strutturale dell'area è stato di poco superiore a quello desumibile dai programmi (0,5 punti percentuali del PIL contro 0,4). In particolare, l'aggiustamento è risultato in larga misura superiore a quanto programmato in Germania e in Spagna (rispettivamente di 0,6 e 0,7 punti); è stato inferiore alle attese in Francia e in Italia (rispettivamente di 0,3 e 0,1 punti).

Come nel 2006, si è ridotto il rapporto tra il debito pubblico dell'area e il prodotto, dal 68,5 per cento del 2006 al 66,4.

Nel corso del 2007 Austria e Cipro hanno ridotto l'incidenza del debito sul prodotto a un livello inferiore al 60 per cento del PIL. Sette paesi registrano ancora livelli di debito più elevati di questa soglia. Fra essi, in Francia il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato di 0,6 punti, al 64,2 per cento del prodotto; in Germania e in Italia è diminuito rispettivamente di 2,6 punti, al 65 per cento, e di 2,5 punti, al 104 per cento.

I programmi di stabilità. – In base ai più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità, presentati tra la fine dello scorso ottobre e aprile, nel 2008 il processo di graduale riduzione dei disavanzi di bilancio subirebbe una battuta d'arresto; l'indebitamento netto dell'area salirebbe allo 0,9 per cento del PIL dallo 0,8 per cento allora stimato per il 2007 (tav. 6.2). Nel 2010, ultimo anno dell'orizzonte previsivo per la maggior parte dei programmi, il saldo di bilancio sarebbe in sostanziale pareggio; registrerebbero un disavanzo solo Francia (1,2 per cento del prodotto), Irlanda (1,0 per cento), Italia (0,7 per cento) e Portogallo (0,4 per cento).

Tavola 6.2

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro (in percentuale del PIL)				
VOCI	2007	2008	2009	2010
Indebitamento netto				
Obiettivi dei programmi di stabilità	0,8	0,9	0,4	0,0
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	0,6	1,0	1,1	–
FMI	0,6	1,1	1,1	–
Debito				
Obiettivi dei programmi di stabilità	66,7	65,1	63,3	61,2
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	66,4	65,2	64,3	–
FMI	66,3	65,4	64,8	–

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea (Spring Forecasts, aprile 2008), dell'FMI (World Economic Outlook, aprile 2008) e degli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra l'ottobre del 2007 e l'aprile del 2008.

Nel 2008, secondo le valutazioni della Commissione europea, in Grecia, Francia, Italia e Portogallo l'andamento dei saldi di bilancio delineato nei programmi non garantirebbe un congruo margine di sicurezza contro il verificarsi di disavanzi eccessivi nel caso di un'evoluzione sfavorevole del quadro macroeconomico.

Le stime della Commissione europea per il 2008-09. – Le recenti previsioni della Commissione europea, basate su un quadro macroeconomico meno favorevole di quello desumibile dai programmi, indicano per l'area dell'euro un aumento dell'indebitamento netto dallo 0,6 per cento del PIL del 2007 all'1,0 per cento nel 2008. Si registrerebbe un peggioramento dei saldi di bilancio in due terzi dei paesi. In particolare, l'indebitamento netto aumenterebbe in Germania (di 0,5 punti del prodotto, allo 0,5 per cento) e in Francia (di 0,2 punti, al 2,9 per cento); in Spagna l'avanzo diminuirebbe dal 2,2 per cento del PIL allo 0,6. Il saldo di bilancio migliorerebbe significativamente nei Paesi Bassi e in Grecia (rispettivamente di 1,0 e 0,9 punti percentuali del PIL).

Nel giugno del 2007 il Consiglio della UE ha abrogato le procedure per i disavanzi eccessivi in corso nei confronti della Germania, della Grecia e di Malta, ritenendo che l'indebitamento netto fosse stato ricondotto al di sotto del limite del 3 per cento in maniera credibile e duratura.

Le procedure nei confronti dell'Italia e del Portogallo stabilivano come termine ultimo entro cui rientrare dalla situazione di disavanzo eccessivo rispettivamente il 2007 e il 2008. Lo scorso 7 maggio, alla luce dei risultati conseguiti nel 2007 e delle recenti previsioni, la Commissione ha proposto al Consiglio l'abrogazione di entrambe le procedure.

Per il 2009 – nell'ipotesi di invarianza delle politiche di bilancio – la Commissione stima un ulteriore lieve aumento per il disavanzo dell'area, all'1,1 per cento del prodotto. Nella maggior parte dei paesi l'indebitamento netto non registrerebbe variazioni significative. Il saldo di bilancio migliorerebbe lievemente in Germania (0,2 punti di PIL). In Francia l'indebitamento netto aumenterebbe ancora, collocandosi al 3 per cento del PIL. In Spagna l'avanzo si ridurrebbe ulteriormente fino ad annullarsi.

Complessivamente, nel biennio 2008-09 l'avanzo primario dell'area diminuirebbe di circa 0,6 punti percentuali del prodotto, riflettendo la riduzione delle entrate (0,5 punti) a fronte della sostanziale stabilità delle spese. Nelle valutazioni della Commissione tale dinamica risente del peggioramento della fase congiunturale, dell'introduzione di sgravi tributari in alcuni paesi e della riduzione dell'elasticità delle entrate dai valori eccezionalmente elevati fatti registrare negli ultimi anni a valori prossimi alla media di lungo periodo.

In base alle disposizioni del Patto di stabilità e crescita, i paesi dell'area dell'euro che non hanno ancora conseguito il proprio obiettivo di bilancio di medio termine dovrebbero migliorare il proprio saldo strutturale di bilancio di almeno 0,5 punti percentuali del prodotto all'anno. I paesi che hanno già conseguito l'obiettivo di medio termine dovrebbero mantenere questa posizione evitando un peggioramento del saldo di bilancio nelle fasi congiunturali favorevoli. Secondo le stime della Commissione, nel 2008 si registrerebbe tuttavia un deterioramento del saldo di bilancio strutturale nei quattro quinti dei paesi dell'area; nel 2009, in assenza di interventi, tale saldo peggiorerebbe ovunque tranne che a Malta.

Tra i paesi che nel 2007 avevano raggiunto il proprio obiettivo di bilancio di medio termine (Cipro, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Slovenia e Spagna), nel biennio 2008-09 il saldo strutturale peggiorerebbe significativamente in Spagna (di 1,4 punti percentuali del prodotto). Tra i

paesi ancora distanti da tale obiettivo, si registrerebbe un miglioramento rilevante in Grecia (di un punto); la posizione di bilancio peggiorerebbe di oltre mezzo punto in Germania e rimarrebbe sostanzialmente stabile in Francia e in Italia.

La riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nell'area proseguirebbe in maniera meno intensa. L'incidenza del debito passerebbe dal 66,4 per cento del prodotto del 2007 al 64,3 nel 2009.

Complessivamente, nel biennio 2008-09 il debito calerebbe significativamente in Finlandia e nei Paesi Bassi (-6,3 punti in entrambi i casi). Tra i paesi ad alto debito, l'incidenza diminuirebbe di 5 punti in Belgio, di 4,3 punti in Grecia e di 1,4 punti in Italia.

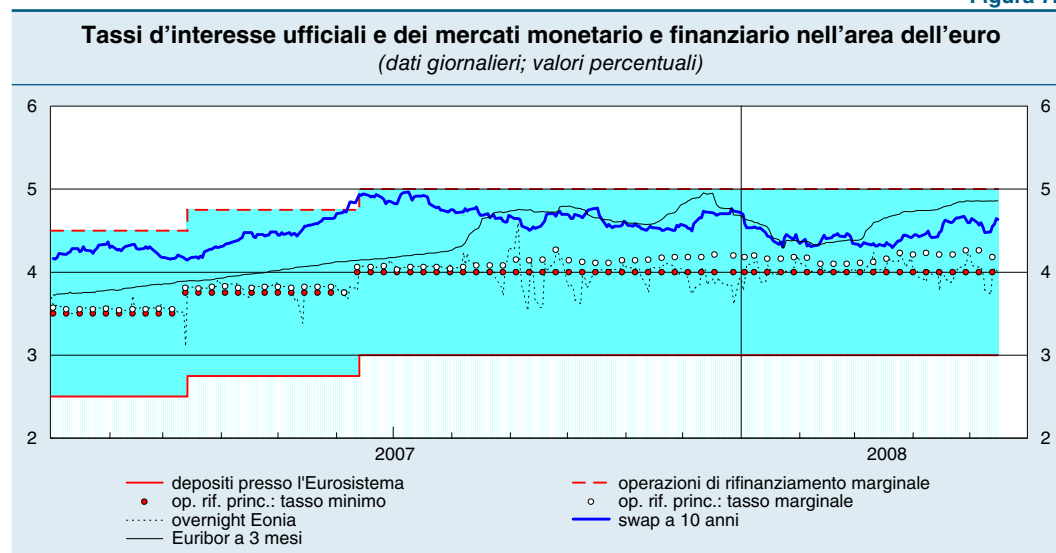
La qualità delle finanze pubbliche. – Nell'ottobre del 2007 il Consiglio della UE ha sottolineato l'importanza delle regole di bilancio e degli assetti istituzionali nel favorire il processo di consolidamento delle finanze pubbliche. Ha ribadito che i paesi caratterizzati da una sostenuta dinamica delle spese dovrebbero fissare obiettivi di bilancio di medio termine più ambiziosi al fine di garantire la sostenibilità di lungo periodo dei conti pubblici, anche alla luce dell'impatto delle dinamiche demografiche. Il Consiglio ha inoltre invitato la Commissione europea a proseguire nel lavoro di definizione di criteri omogenei per quantificare le passività implicite dei sistemi di protezione sociale. Infine, ha sottolineato come lo sforzo di ammodernamento della pubblica amministrazione, in corso in molti stati membri, sia potenzialmente in grado di migliorare la qualità dei servizi erogati, di garantire un uso più efficiente delle risorse e di contribuire all'efficace controllo della dinamica della spesa pubblica.

Lo scorso marzo la Commissione ha pubblicato un rapporto che sintetizza i risultati principali delle analisi condotte dal Comitato di politica economica sui legami tra le politiche di bilancio e la crescita di lungo periodo dell'economia. Si rileva che un processo di bilancio impostato in un quadro di medio termine può aiutare i paesi a razionalizzare e riqualificare la spesa pubblica, consentendo di destinare risorse a programmi capaci di favorire la crescita. Il rapporto dedica particolare attenzione ai problemi connessi con la costruzione di indicatori di efficienza nei principali comparti di spesa.

7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nella prima metà del 2007 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha proseguito l'adeguamento delle condizioni monetarie avviato alla fine del 2005. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato in marzo e in giugno, di 25 punti base in ciascuna occasione, al 4,0 per cento (fig. 7.1). Tali decisioni sono state volte a contrastare l'emergere di rischi inflazionistici, in un contesto di andamento sostenuto dell'attività economica e di forte espansione della moneta e del credito.

Figura 7.1



Fonte: BCE, Reuters.

La politica monetaria ha dovuto fronteggiare condizioni eccezionali a partire da agosto, quando le tensioni provenienti dal mercato dei titoli garantiti da mutui immobiliari negli Stati Uniti si sono estese all'area dell'euro e ad altri segmenti del mercato finanziario (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). L'aumento del rischio di liquidità e le incertezze sulla solvibilità delle controparti hanno reso le banche riluttanti a prestare fondi, determinando un notevole rialzo dei tassi d'interesse sul mercato interbancario. Si sono via via diffusi timori che le crescenti difficoltà di raccolta potessero generare un irrigidimento delle condizioni di erogazione del credito, con riflessi negativi sulle prospettive di crescita. Il quadro congiunturale è stato reso ancora più complesso, dall'autunno, dal brusco aumento dell'inflazione determinato dai forti rincari dell'energia e dei beni alimentari.

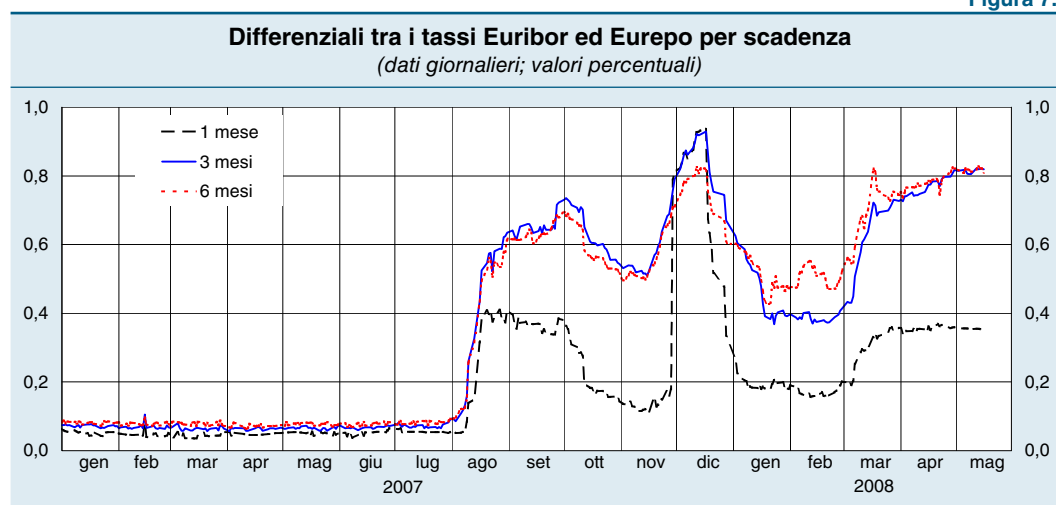
In questo contesto, il Consiglio direttivo ha confermato il proprio giudizio riguardo i rischi per la stabilità dei prezzi e ribadito l'importanza di assicurare un saldo ancoraggio delle aspettative d'inflazione, ritenendo nel contempo necessario seguire con

grande attenzione gli sviluppi sui mercati finanziari. Il Consiglio ha valutato l'orientamento della politica monetaria appropriato a evitare che il rincaro delle materie prime si estendesse ai salari e ad altri prezzi, mantenendo il tasso di riferimento invariato al 4,0 per cento dalla seconda metà del 2007. Contemporaneamente, l'Eurosistema si è adoperato, anche di concerto con le altre maggiori banche centrali, per fornire adeguata liquidità al sistema finanziario e garantire l'ordinato funzionamento dei mercati.

I tassi d'interesse e il cambio dell'euro

I tassi d'interesse a breve termine. – Nella prima parte del 2007 i tassi del mercato monetario sono aumentati gradualmente, in linea con i tassi ufficiali. In agosto, con l'acuirsi delle tensioni finanziarie, il rialzo si è accentuato. Il tasso Euribor a tre mesi ha raggiunto in prossimità della fine dell'anno il 4,9 per cento, dal 4,3 di luglio. Il differenziale rispetto al tasso sul corrispondente prestito assistito da garanzie (Eurepo) – che può essere interpretato come una misura del rischio di liquidità e, soprattutto, di credito presente nel mercato interbancario e che nel periodo precedente la crisi non superava il decimo di punto percentuale – ha toccato i 90 punti base verso la fine dell'anno (fig. 7.2) nonostante le massicce iniezioni di liquidità da parte dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo: *La gestione operativa della politica monetaria*). Tale differenziale si è mantenuto elevato anche nei primi mesi del 2008. Andamenti analoghi si sono registrati, dall'inizio delle turbolenze, anche sulle altre scadenze, a eccezione di quelle a brevissimo termine, e per gli equivalenti differenziali in dollari e sterline.

Figura 7.2

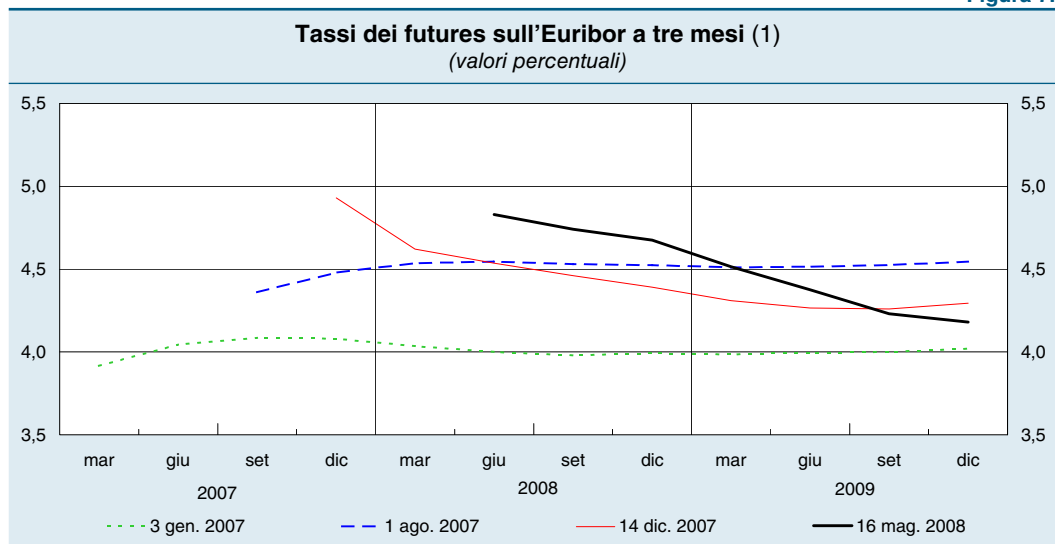


Fonte: Reuters.

La curva dei rendimenti per scadenza segnalava all'inizio di agosto attese di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali in corso d'anno (fig. 7.3). Successivamente essa ha assunto una pendenza negativa, come risultato di un aumento sulle scadenze più vicine (influenzate principalmente dall'aumento del premio per il rischio sul mercato interbancario) e un calo sugli orizzonti più lontani, attribuibile a una revisione delle aspettative sul quadro macroeconomico e sull'orientamento della politica monetaria. L'ampliamento dei premi per il rischio ha reso più difficile estrarre dalla curva chiare indicazioni riguardo le attese sui tassi ufficiali. I tassi a termine impliciti nei

contratti swap sull'Eonia, poco influenzati dai premi per il rischio, hanno mostrato negli ultimi mesi una forte volatilità, riflettendo l'elevata incertezza sulle prospettive macroeconomiche; a metà maggio essi indicavano attese di tassi ufficiali invariati fino alla fine dell'anno.

Figura 7.3

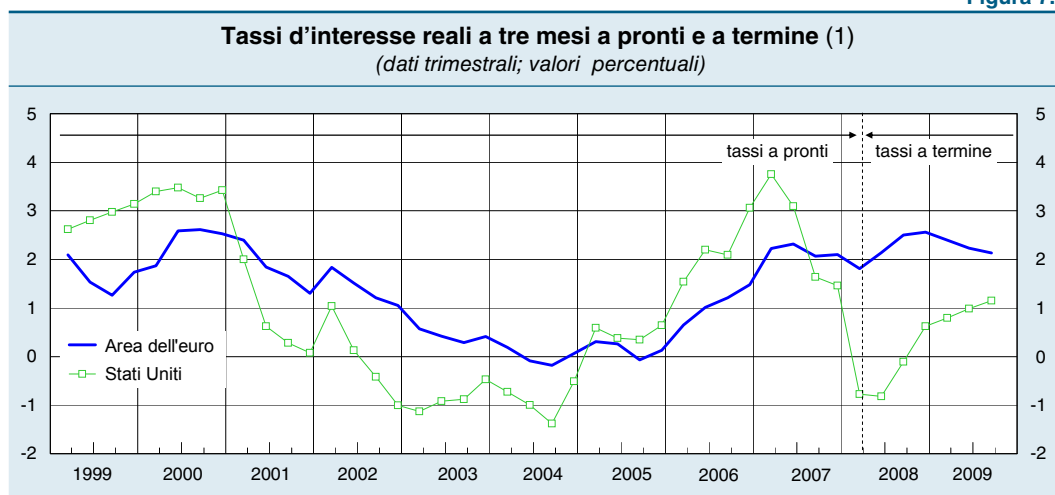


Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (intorno al quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

Il tasso reale a tre mesi, salito nella prima parte del 2007, si è successivamente ridotto, come risultato di un aumento delle aspettative di inflazione più ampio di quello dei tassi d'interesse nominali; a metà maggio si collocava intorno al 2,0 per cento, un valore in linea con le stime disponibili (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2006) di un livello "neutrale" per l'area (fig. 7.4).

Figura 7.4

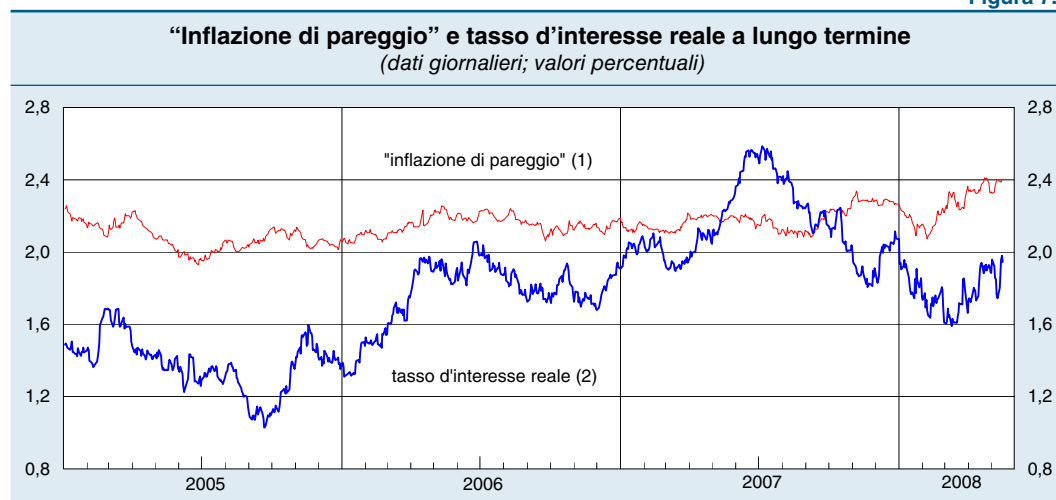


Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2008 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di aprile), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine, misurati in base ai contratti swap a dieci anni, sono anch'essi aumentati nel corso della prima metà del 2007, raggiungendo il 5,0 per cento a giugno. Nella restante parte dell'anno e nei primi mesi del 2008 essi sono diminuiti, seppure con oscillazioni, fino al 4,6 per cento a metà maggio. In quest'ultima fase hanno risentito delle riallocazioni di portafoglio dalle attività più rischiose ai titoli a reddito fisso e della revisione verso il basso delle prospettive economiche. Il rendimento implicito nelle quotazioni dei titoli di Stato italiani indicizzati all'inflazione al consumo dell'area dell'euro ha avuto un andamento qualitativamente analogo, portandosi all'1,9 per cento in maggio (fig. 7.5).

Figura 7.5



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Differenziale tra il rendimento nominale dei BTP con scadenza 2014 e quello dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro di pari scadenza. – (2) Rendimento dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro con scadenza 2014.

L'“inflazione di pareggio”, misurata dal differenziale tra i rendimenti nominali dei titoli di Stato italiani e quelli dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro di pari scadenza, che fornisce una misura delle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine e dei relativi premi per il rischio, si è mantenuta costante al 2,2 per cento nella prima metà del 2007. È aumentata nella restante parte dell'anno e nei primi mesi del 2008 (al 2,4 per cento a metà maggio) a seguito dei forti rincari del prezzo del petrolio e delle materie prime alimentari.

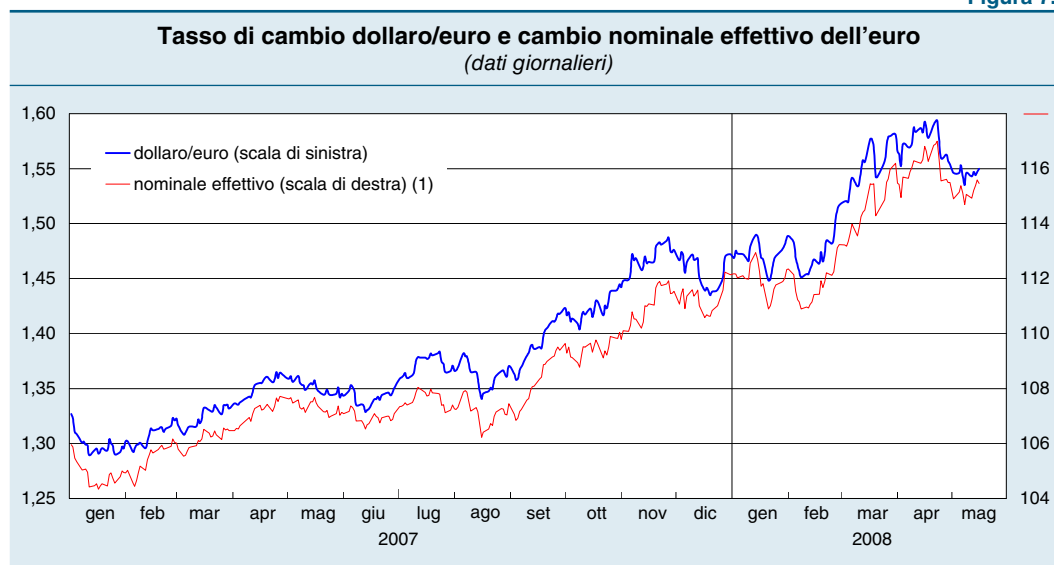
Le informazioni relative alle attese sull'inflazione nell'area dell'euro possono essere estratte sia dai sondaggi presso gli operatori sia dai prezzi delle attività finanziarie. I primi, pur non immuni da errori di misurazione, forniscono una misura diretta delle aspettative; non consentono, tuttavia, aggiornamenti frequenti, essendo disponibili con cadenza mensile o, per gli orizzonti più lunghi, su base trimestrale. Al contrario le indicazioni desumibili dai prezzi delle attività finanziarie (quali l'inflazione di pareggio e i rendimenti sugli zero-coupon inflation swap, i cui flussi di pagamento sono legati all'inflazione che si realizza durante la durata del contratto) hanno il vantaggio di essere disponibili quotidianamente, essendo basate su quotazioni di mercato. L'interpretazione degli indicatori basati sui prezzi dei titoli è però resa complessa dalla presenza di premi per il rischio di inflazione, di liquidità e di controparte, nonché da fattori di natura tecnica, quale la stagionalità presente nell'indice dei prezzi al consumo. Inoltre, le recenti turbolenze, generando significative riallocazioni di portafoglio, hanno fortemente aumentato la volatilità dei prezzi delle attività su cui si basano gli indicatori finanziari, rendendone più difficile l'utilizzo ai fini dell'analisi delle aspettative d'inflazione. È quindi opportuno un uso congiunto dei diversi indicatori.

Si può stimare che, al netto dei premi per il rischio, le attese d'inflazione nel lungo periodo desumibili dai prezzi delle attività finanziarie si collochino attual-

mente su livelli lievemente superiori al 2 per cento. Anche le aspettative tra cinque e dieci anni in avanti ricavate dagli zero-coupon inflation swap, meno influenzate dal recente rialzo dell'inflazione, forniscono indicazioni simili. Su questo stesso orizzonte le aspettative d'inflazione rilevate dal sondaggio effettuato da Consensus Economics presso gli operatori a metà aprile si situano al 2,0 per cento (rispetto all'1,9 degli ultimi tre anni). Infine, la *Survey of Professional Forecasters* condotta nello stesso mese dalla BCE segnala che la probabilità media attribuita dagli intervistati alla possibilità che l'inflazione si collochi su valori superiori al 2 per cento tra cinque anni è attualmente pari al 50 per cento, circa cinque punti percentuali in più rispetto alla fine del 2006. Nell'insieme, queste informazioni indicano che le aspettative d'inflazione a lungo termine rimangono coerenti con la stabilità dei prezzi, sebbene emergano lievi segnali di rialzo.

Il cambio dell'euro. – Nel corso del 2007 l'euro si è rafforzato nei confronti delle principali valute internazionali. In termini nominali effettivi l'apprezzamento è stato del 5,4 per cento (fig. 7.6). Il rafforzamento è stato particolarmente marcato nei confronti del dollaro e della sterlina; il 31 dicembre il cambio bilaterale risultava superiore, rispettivamente, di circa il 12 e il 9 per cento rispetto a quello di inizio anno.

Figura 7.6



Fonte: BCE

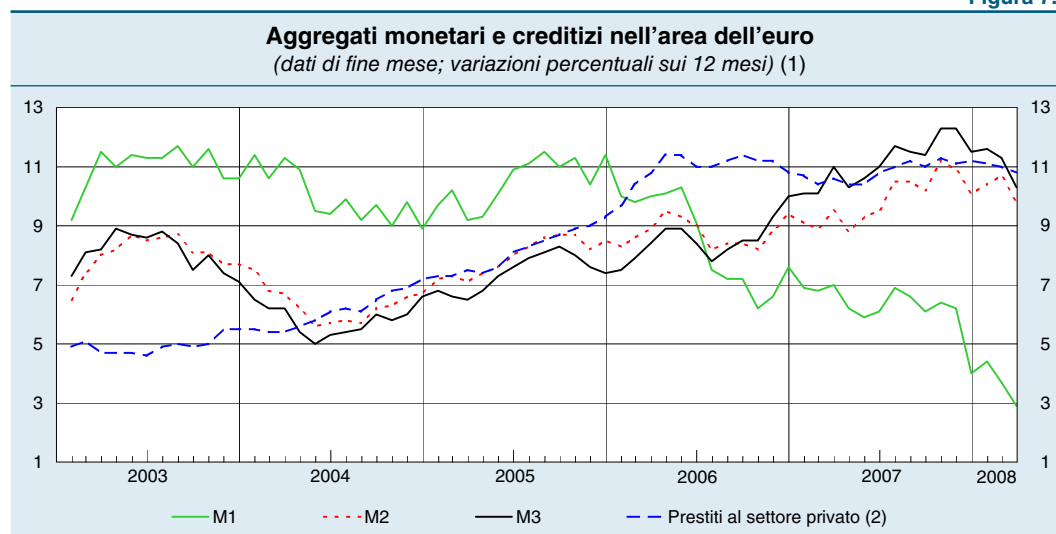
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice segnala un apprezzamento.

La tendenza all'apprezzamento dell'euro nei confronti della valuta statunitense si è accentuata nella seconda metà dell'anno ed è proseguita nei primi mesi del 2008. Al suo andamento hanno contribuito le differenze sia tra le condizioni congiunturali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, sia nell'orientamento delle rispettive politiche monetarie (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). In aprile il cambio dell'euro ha raggiunto un massimo storico prossimo a 1,60 nei confronti della valuta statunitense. L'apprezzamento del cambio euro-dollaro è stato accompagnato da un significativo aumento della sua volatilità, influenzata dalla forte incertezza circa il quadro congiunturale internazionale e le prospettive dell'economia statunitense in particolare.

La moneta e il credito

Nel 2007 la crescita della moneta M3 ha toccato nuovi massimi dall'avvio della terza fase della UEM. L'aumento sui dodici mesi si è collocato all'11,5 per cento alla fine dell'anno, per poi attenuarsi lievemente nella prima parte del 2008 (fig. 7.7). Hanno fortemente decelerato gli strumenti più liquidi, detenuti per finalità transattive; la crescita della M1, che comprende il circolante e i depositi in conto corrente, è scesa al 4,0 per cento alla fine dell'anno ed è ulteriormente diminuita nei primi mesi del 2008.

Figura 7.7



Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. — (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Il settore privato è costituito da famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

La vigorosa dinamica della moneta è in parte attribuibile al profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti, che ha reso più attraenti i depositi a breve termine rispetto ad attività meno liquide che non fanno parte della moneta, come i depositi e le obbligazioni a più lungo termine. La decelerazione della M1 ha riflesso l'incremento del differenziale tra i rendimenti degli strumenti di mercato e quelli dei depositi in conto corrente. Le tensioni sui mercati finanziari hanno influenzato in maniera significativa la composizione della moneta. È diminuito il tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, in relazione ai timori sul valore delle loro attività. È ulteriormente aumentata l'espansione dei depositi con durata prestabilita fino a due anni, la cui remunerazione ha seguito gli andamenti del mercato monetario; alla fine dell'anno essa spiegava circa due terzi della crescita complessiva della M3.

Le tensioni sui mercati finanziari non hanno avuto, finora, effetti evidenti sulla dinamica del credito. I prestiti al settore privato dell'area dell'euro hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (11,2 per cento nei dodici mesi terminanti in dicembre). Al rallentamento dei finanziamenti alle famiglie, in particolare per la componente destinata all'acquisto di abitazioni (7,1 per cento), si è contrapposta l'accelerazione di quelli alle società non finanziarie (14,5 per cento); tale accelerazione, in atto dal 2004, è proseguita anche dopo l'inizio delle tensioni sui mercati finanziari. L'andamento dei prestiti alle imprese risulta in larga misura in linea con quello delle principali determinanti economiche,

tra cui la vivace dinamica degli investimenti fissi lordi, soprattutto nei settori diversi dalle costruzioni.

Secondo analisi econometriche basate su un modello predisposto dalla Banca d'Italia e dalla BCE, in cui il credito alle imprese è funzione del prodotto interno lordo, degli investimenti non residenziali, dei profitti aziendali e del differenziale fra il tasso sui prestiti e il costo delle fonti alternative di finanziamento esterno, nel secondo semestre del 2007 la crescita effettiva dei prestiti superava quella prevedibile in base alle determinanti fondamentali di poco più di due punti percentuali. Allo scostamento, che si protrae da circa due anni e ha toccato un massimo a metà del 2006, può aver contribuito il vigore dell'attività di acquisizioni e fusioni, mantenutasi nell'ultimo biennio su livelli elevati. Il rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria nella seconda parte dall'anno scorso avrebbe contribuito a riportare l'andamento del credito maggiormente in linea con le sue determinanti di fondo.

Non emergono indicazioni che il protrarsi dell'elevata dinamica dei prestiti al settore privato sia, finora, influenzato in misura rilevante dalla riduzione dell'attività di cartolarizzazione e dalla reintermediazione di attività nei bilanci delle banche a seguito delle tensioni finanziarie. La crescita dei finanziamenti alle imprese di grandi dimensioni può tuttavia avere in parte supplito alle significative difficoltà di reperimento di fondi sul mercato obbligazionario. Questa ipotesi è avvalorata dalle risposte fornite dagli intermediari partecipanti all'indagine sul credito bancario (*Bank Lending Survey*).

Anche i tassi bancari, pur aumentati, non denotano particolari segnali di tensione nell'offerta di credito. Nella seconda parte del 2007 i tassi sui finanziamenti alle società non finanziarie e alle famiglie hanno continuato ad adeguarsi agli aumenti dei rendimenti del mercato monetario in modo analogo a quanto osservato in passato. Dall'estate scorsa l'aumento complessivo dei tassi sulle nuove erogazioni di prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stato pari, rispettivamente, a 30 e 5 punti base.

È possibile, tuttavia, che i dati sul volume di credito erogato e sui tassi bancari attivi non riflettano ancora appieno gli effetti delle tensioni finanziarie. Secondo le risposte fornite dalle banche dell'area alla *Bank Lending Survey*, nella seconda parte del 2007 e nel primo trimestre del 2008 le turbolenze sui mercati avrebbero provocato un progressivo irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle società non finanziarie, soprattutto per le società più grandi e per i finanziamenti a più lungo termine. Le banche hanno inoltre segnalato un aumento dei margini, in particolare sui prestiti più rischiosi; con riferimento ai prestiti alle famiglie hanno dichiarato di voler ridurre il rapporto fra valore dei mutui e delle garanzie. Gli intermediari hanno infine indicato di incontrare difficoltà nel reperimento di fondi sul mercato all'ingrosso delle obbligazioni e su quello delle cartolarizzazioni, parzialmente compensate dalla favorevole dinamica dei depositi meno liquidi. La maggioranza delle banche partecipanti all'inchiesta si attende nei prossimi mesi un protrarsi dell'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti.

Nell'ultimo decennio l'attività di cartolarizzazione degli attivi bancari si è sviluppata a ritmi crescenti per effetto dell'introduzione dell'euro e della maggiore liquidità dei mercati a seguito dell'innovazione tecnologica. Nel secondo semestre dello scorso anno, tuttavia, in seguito alle tensioni prodotte dalla crisi dei mutui subprime, il flusso netto di prestiti cartolarizzati (asset backed securities) nell'area dell'euro si è ridotto del 20 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2006.

Stime econometriche effettuate su un campione di oltre 3.000 banche dell'area dell'euro tra il 1999 e il 2005 indicano che il ricorso alla cartolarizzazione influenza l'offerta di credito e il modo in cui essa reagisce a mutamenti nelle condizioni monetarie. In particolare, le banche più attive nell'attività di cartolarizzazione sono caratterizzate da un'offerta di credito più ampia e meno influenzata da mutamenti di breve termine nei tassi d'interesse. Questi risultati sono riconducibili a due fattori. Da un lato, la cartolarizzazione consente agli intermediari di aumentare la liquidità delle attività in bilancio e di ridurre così gli effetti di una contrazione della raccolta nel caso di una restrizione monetaria;

dall'altro, essa permette di trasferire una parte del rischio di credito al mercato (prevalentemente agli investitori istituzionali come gli hedge fund, compagnie di assicurazione, fondi pensione), riducendo i requisiti patrimoniali necessari allo svolgimento dell'attività di intermediazione creditizia. Questi effetti, tuttavia, si attenuano in fasi cicliche sfavorevoli e caratterizzate da un minor grado di fiducia degli operatori di mercato. Inoltre, nel caso di un peggioramento della valutazione degli operatori circa lo stato di salute delle banche e di tensioni dal lato della raccolta di fondi, la reintermediazione nei bilanci delle banche di poste dell'attivo in precedenza trasferite alle società veicolo può avere significativi effetti negativi sulla capacità patrimoniale delle banche e sulla loro offerta di prestiti.

La gestione operativa della politica monetaria

Dal 9 agosto 2007 le turbolenze finanziarie si sono riflesse significativamente sul funzionamento del mercato monetario dell'area dell'euro. L'elevata incertezza degli intermediari sul proprio fabbisogno di liquidità e l'aumento del rischio di credito hanno determinato una maggiore preferenza per la liquidità e una riduzione degli scambi.

L'assetto operativo dell'Eurosistema si è dimostrato adeguato a fronteggiare la situazione eccezionale, consentendo di reagire con decisione e tempestività sin dall'insorgere della crisi. Sono state effettuate ripetute operazioni di regolazione puntuale della liquidità (fine tuning); si è intervenuti sulla distribuzione dell'offerta di fondi nel corso del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria; è stata allungata la scadenza media delle operazioni di mercato aperto.

La BCE ha assecondato il mutamento nel profilo della domanda di liquidità delle banche, che hanno preferito anticipare nella parte iniziale di ciascun periodo di mantenimento il soddisfacimento dell'obbligo di riserva; la liquidità in eccesso è stata riassorbita nella parte successiva. La media giornaliera delle riserve detenute in eccesso rispetto a quelle obbligatorie si è mantenuta sostanzialmente stabile nel complesso dell'anno, su valori contenuti e in linea con quelli del 2006 (tav. 7.1).

A fronte di forti tensioni sui tassi d'interesse tra uno e dodici mesi è stato attuato un aumento dell'offerta di liquidità con scadenza superiore alla settimana, sia mediante operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), con la consueta scadenza a tre mesi, sia con un'operazione di rifinanziamento a sei mesi effettuata, per la prima volta, lo scorso aprile. Tali operazioni, accompagnate da una riduzione degli importi aggiudicati in quelle di rifinanziamento principali (ORP), si sono tradotte in un allungamento della scadenza media del rifinanziamento.

La liquidità media immessa sul mercato attraverso le ORLT (con scadenza a tre mesi) è passata da circa 116 miliardi di euro nel 2006 a 142 nel 2007, prima dell'inizio della crisi, e a 245 successivamente. Il rapporto tra quantità domandata e assegnata si è mantenuto sugli stessi valori del 2006 (1,5) fino ad agosto, per poi aumentare a 2,1 nella restante parte dell'anno. La liquidità media giornaliera fornita attraverso le ORP è stata di 264 miliardi di euro (307 nel 2006) con una diminuzione lieve nella prima parte dell'anno e un netto calo (a 220 miliardi) nel periodo delle tensioni finanziarie. L'elevata domanda di liquidità in asta si è tradotta in un aumento del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e quello minimo di offerta, il cui valore medio è salito a 17 punti base nel periodo successivo all'avvio delle turbolenze, da 7 in quello precedente.

Gli interventi condotti dell'Eurosistema nelle fasi iniziali della crisi hanno consentito di allentare rapidamente le tensioni sul segmento a brevissimo termine del mercato monetario; il tasso d'interesse overnight (Eonia) si è riportato, in media, in linea con quello minimo di offerta sulle operazioni principali, pur in presenza di un notevole e

persistente incremento della sua volatilità. I tassi d'interesse pagati dai singoli intermediari sul mercato interbancario, tuttavia, hanno mostrato, anche sulle scadenze più ravvicinate, una relazione con il rispettivo merito di credito più forte di quella osservata in periodi di normale funzionamento del mercato monetario.

Tavola 7.1

Indicatori del mercato monetario (dati medi per il periodo indicato)					
VOCI	2006	2007	2007 1° gen. - 7 ago.	2007 8 ago. - 31 dic.	2008 1° gen. - 13 mag.
Operazioni di rifinanziamento principali					
Volumi (miliardi di euro) (1)					
Area dell'euro	307,0	263,6	292,6	220,1	179,0
Italia	17,6	17,5	19,1	15,1	10,1
Quota Italia (2)	5,7	6,8	6,5	7,3	5,4
Domanda/offerta (3)	1,22	1,43	1,29	1,65	1,45
Differenziale tasso medio ponderato di aggiudicazione/tasso minimo di offerta (4)	6,9	10,6	6,5	17,2	21,7
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	377	338	349	321	284
Italia	18	15	15	14	13
Differenziale Eonia (5)	8,4	9,3	7,3	12,4	6,7
Volatilità del differenziale Eonia (6)	4,9	12,4	6,3	17,0	9,1
Riserve in eccesso (7)					
Area dell'euro	0,43	0,47	0,50	0,44	0,40
Italia	0,21	0,24	0,24	0,23	0,22
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine					
Volumi (miliardi di euro) (8)					
Area dell'euro	115,5	183,3	141,9	245,3	276,7
Italia	1,1	1,7	0,9	2,9	4,6
Domanda/offerta (3)	1,53	1,83	1,50	2,08	2,43
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	162	145	148	144	158
Italia	2	3	2	4	3
Operazioni su iniziativa delle controparti (9)					
Rifinanziamento marginale					
Area dell'euro	0,08	0,12	0,12	0,11	0,08
Italia	0,02	0,01	0,00	0,02	0,07
Depositi overnight					
Area dell'euro	0,10	0,26	0,17	0,40	0,26
Italia	0,02	0,24	0,17	0,35	0,03

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Rapporto fra quantità domandata e assegnata nell'area. – (4) Media del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e il tasso minimo di offerta; centesimi di punto percentuale. – (5) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (7) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (8) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine. – (9) In percentuale dell'obbligo di riserva.

Analisi statistiche basate sui contratti con scadenza overnight stipulati da un campione di operatori, partecipanti al mercato dei depositi interbancari dell'area gestito dall'e-MID, evidenziano, dopo l'avvio delle tensioni, una dispersione dei tassi d'interesse pagati dai singoli operatori più che doppia rispetto a quella del periodo precedente. Per le transazioni in cui l'intermediario formula una proposta di richiesta di fondi emerge che il differenziale tra il tasso d'interesse offerto e quello medio

del mercato aumenta significativamente al decrescere del merito di credito attribuito all'intermediario dalle principali agenzie di rating. Tale relazione, molto debole in periodi caratterizzati da un normale funzionamento del mercato monetario, è divenuta assai più forte durante la crisi. Mentre in condizioni normali (tra l'inizio del 2005 e l'8 agosto 2008) un intermediario con classe di rating più elevata pagava in media un punto base in meno rispetto a uno appartenente alla classe peggiore, nel periodo recente tale differenziale si sarebbe quintuplicato.

Per le scadenze pari o superiori al mese i differenziali tra i tassi d'interesse sui depositi senza e con garanzia si sono mantenuti persistentemente elevati, raggiungendo i massimi in dicembre (attorno a 90 punti base), quando la riluttanza delle banche a prestare fondi è stata accentuata dalla concomitanza con la chiusura dei bilanci. In questo periodo la BCE ha effettuato un'operazione di rifinanziamento principale a due settimane – anziché, come di norma, a una settimana – così da coprire la fine dell'anno, garantendo che tutte le richieste pervenute sarebbero state accolte al tasso medio ponderato della precedente ORP. Nello stesso periodo è stata avviata un'azione coordinata con la Riserva federale, grazie alla quale l'Eurosistema ha potuto offrire alle controparti finanziamenti in dollari. Le tensioni sugli orizzonti intermedi, dopo una temporanea attenuazione, si sono di nuovo acuite a partire dagli inizi di marzo, in relazione alla crisi della banca statunitense Bear Stearns e alle difficoltà di altri istituti bancari; a metà maggio i differenziali tra i prestiti senza e con garanzia sulle scadenze a tre e sei mesi si collocavano su valori di poco inferiori a quelli osservati a fine 2007.

L'ECONOMIA ITALIANA

8. LA DOMANDA, L'OFFERTA E I PREZZI

Nel 2007 l'economia italiana ha registrato un ritmo di sviluppo inferiore a quello medio della restante parte dell'area dell'euro (1,5 contro 2,8 per cento), come accade dalla metà dello scorso decennio. La produzione è stata sostenuta quasi interamente dal settore dei servizi, a fronte della contrazione dell'attività industriale in atto dall'inizio dell'anno, in controtendenza rispetto ai principali paesi europei. La fase ciclica dell'industria italiana nel 2007 risulta meno sfavorevole sulla base degli indicatori di fatturato e ordinativi, che sembrano meglio cogliere gli effetti della progressiva internazionalizzazione e ricomposizione produttiva verso beni a maggior contenuto qualitativo, di cui le statistiche di produzione industriale potrebbero tenere conto solo in parte.

Nella media del 2007 l'inflazione si è collocata all'1,8 per cento, se misurata dall'indice per l'intera collettività nazionale. Il risultato medio nasconde andamenti difformi in corso d'anno. Dopo aver registrato valori inferiori al 2 per cento nei primi nove mesi, la crescita dei prezzi è nettamente aumentata nel quarto trimestre, come nel resto dell'area dell'euro, trainata dai repentini rincari dei beni alimentari ed energetici. La moderazione dei costi interni, in particolare l'assenza di spinte salariali, e l'apprezzamento del cambio hanno contribuito a contenere l'incremento dei prezzi delle altre componenti.

Il buon andamento della domanda estera, alimentata dall'espansione dei mercati di sbocco e dalla migliore capacità competitiva delle imprese italiane interessate dal processo di ristrutturazione (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*), ha fornito il principale contributo allo sviluppo. È invece mancato un adeguato rafforzamento della domanda interna. La dinamica della spesa delle famiglie è rimasta contenuta, risentendo in primo luogo della prolungata debolezza del reddito disponibile, che dal 1991 cresce in termini reali solo dello 0,3 per cento in media all'anno (contro l'1,0 e il 2,2 per cento in Germania e in Francia, rispettivamente). Nel 2007 ha molto inciso l'incertezza legata agli effetti della crisi dei mercati finanziari internazionali e l'erosione del potere d'acquisto connessa con l'accelerazione dei prezzi nell'ultimo trimestre. Infine, si è affievolita la spinta proveniente dai guadagni in conto capitale, che nella prima metà del decennio erano stati assai rilevanti sulle proprietà residenziali.

Gli investimenti abitativi hanno rallentato. L'accumulazione di capitale produttivo ha ristagnato, riflettendo il progressivo indebolimento dell'attività, solo in parte compensato dalle favorevoli condizioni di finanziamento registrate per larga parte dell'anno.

Dallo scorcio del 2007 il quadro congiunturale ha mostrato un peggioramento: si è innalzato il tasso di inflazione, sospinto dai persistenti rincari delle materie prime alimentari ed energetiche; si è progressivamente deteriorata la fiducia delle famiglie e delle imprese, come riflesso dell'incertezza sulle prospettive economiche globali. Considerando i più recenti indicatori, l'accelerazione del PIL registrata nel primo trimestre del 2008, che compensa la flessione di pari misura del periodo precedente, avrebbe in parte natura temporanea.

I consumi delle famiglie

Nel 2007 la spesa delle famiglie italiane è cresciuta, in termini reali, dell'1,4 per cento (tav. 8.1); pur in lieve aumento, il ritmo è circa la metà di quello medio rilevato nell'espansione della seconda metà degli anni novanta. Escludendo la spesa all'estero delle famiglie residenti e includendo quella in Italia da parte dei non residenti, la dinamica dei consumi interni è risultata pari all'1,3 per cento.

Tavola 8.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2007 (quantità ai prezzi dell'anno preceden- te)	2006		2007			
		Variazioni percentuali		Contri- buto alla crescita del PIL (quantità a prezzi concate- nati)	Variazioni percentuali		Contri- buto alla crescita del PIL (quantità a prezzi concate- nati)
		Quantità a prezzi concate- nati	Deflatori		Quantità a prezzi concate- nati	Deflatori	
Risorse							
PIL	100,0	1,8	1,7	—	1,5	2,3	—
Importazioni di beni fob e servizi (1)	29,5	5,9	7,6	-1,5	4,4	2,3	-1,3
di cui: <i>beni</i>	23,7	5,5	8,9	-1,1	3,6	2,6	-0,8
Impieghi							
Domanda nazionale	100,7	1,8	2,6	1,8	1,3	1,9	1,3
Spesa delle famiglie residenti	58,7	1,1	2,7	0,6	1,4	2,2	0,8
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	20,6	0,9	2,0	0,2	1,3	0,4	0,3
Investimenti fissi lordi	21,0	2,5	2,6	0,5	1,2	2,6	0,3
<i>macchine, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	9,1	3,4	2,1	0,3	-0,1	1,6	..
<i>beni immateriali</i>	0,9	3,9	0,9	..	2,6	1,9	..
<i>costruzioni</i>	11,0	1,5	3,2	0,2	2,2	3,5	0,2
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	—	—	—	0,4	—	—	..
Esportazioni di beni fob e servizi (3)	28,8	6,2	4,5	1,6	5,0	3,6	1,4
di cui: <i>beni</i>	23,4	5,6	5,2	1,2	5,6	4,2	1,3
Domanda estera netta	—	—	—	0,1	—	—	0,1
Fonte: Istat, <i>Conti nazionali</i> ; cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i> . (1) Includono la spesa all'estero dei residenti. — (2) Include le discrepanze statistiche. — (3) Includono la spesa in Italia dei non residenti.							

All'aumento della spesa delle famiglie ha contribuito in misura preponderante la componente per servizi, cresciuta del 2,1 per cento (tav. 8.2); incrementi superiori alla media si sono registrati in particolare per le comunicazioni e i trasporti, nonché per i servizi finanziari e assicurativi. La quota dei servizi sul totale dei consumi, pari al 32 per cento nel 1970 a prezzi correnti, è ormai giunta a sfiorare il 50; quella dei soli servizi abitativi si attesta al 21 per cento, in ragione soprattutto della vivace dinamica negli ultimi anni dei canoni di locazione, effettivi e imputati.

Tavola 8.2

Spesa delle famiglie italiane (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2007 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2004	2005	2006	2007
Beni non durevoli	30,0	0,4	0,6	0,2	-0,3
di cui: <i>alimentari e bevande</i>	14,5	0,3	2,1	1,5	0,1
Beni semidurevoli	11,0	-1,7	-0,1	1,5	1,1
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	8,0	-2,5	-0,8	1,7	1,3
Beni durevoli	10,0	5,6	2,1	1,9	3,1
di cui: <i>mobili e articoli di arredamento</i>	2,9	0,4	-0,8	-1,2	-0,5
<i>elettrodomestici, inclusi accessori e riparazioni</i>	1,0	3,0	0,1	3,4	1,8
<i>articoli audiovisivi, fotografici, computer ed</i>					
<i>accessori, apparecchiature per la telefonia</i>	1,6	23,3	13,8	10,8	6,7
<i>mezzi di trasporto</i>	4,0	3,2	1,0	1,6	5,2
Servizi	49,0	0,8	0,8	1,7	2,1
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	9,9	1,0	0,4	3,3	1,2
<i>comunicazioni</i>	2,3	3,4	2,8	2,7	10,1
<i>servizi ricreativi e culturali</i>	2,5	8,4	-8,9	4,0	2,3
<i>servizi ambulatoriali e ospedalieri</i>	1,6	-0,6	1,3	0,9	0,6
Totale spesa interna	100,0	0,9	0,8	1,2	1,3
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-6,5	4,6	-0,2	7,9
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	1,2	-2,6	4,6	1,3
Totale spesa nazionale	—	0,7	0,9	1,1	1,4
Per memoria:					
Deflatore della spesa nazionale	—	2,6	2,3	2,7	2,2

Fonte: Istat, *Conti 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 2007 rispettivamente all' 1,7 e al 3,5 per cento.

I canoni degli affitti effettivi, misurati dal corrispondente deflatore della contabilità nazionale, hanno segnato un aumento pari al 20 per cento nel quinquennio 2003-07. Nello stesso periodo, i nuovi contratti di locazione, più rilevanti per le giovani generazioni e per la mobilità sul territorio, sono rincarati di quasi il 30 per cento in media nei comuni capoluogo di provincia, misurati sulla base sia delle rilevazioni dell'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia del territorio, sia di quelle del Consulente Immobiliare. Secondo l'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, nel 2006 i nuclei familiari affittuari erano poco meno di un quarto del totale; la quota era più elevata fra quelli con capofamiglia di età inferiore ai 30 anni (38 per cento) e quelli residenti nelle grandi città. L'incidenza dipende anche dal reddito familiare: circa il 40 per cento delle famiglie con reddito inferiore al primo quartile viveva in affitto, a fronte del 7 per il quartile dei nuclei più abbienti; il canone di locazione rappresentava per i due gruppi rispettivamente circa un quarto e un decimo del reddito.

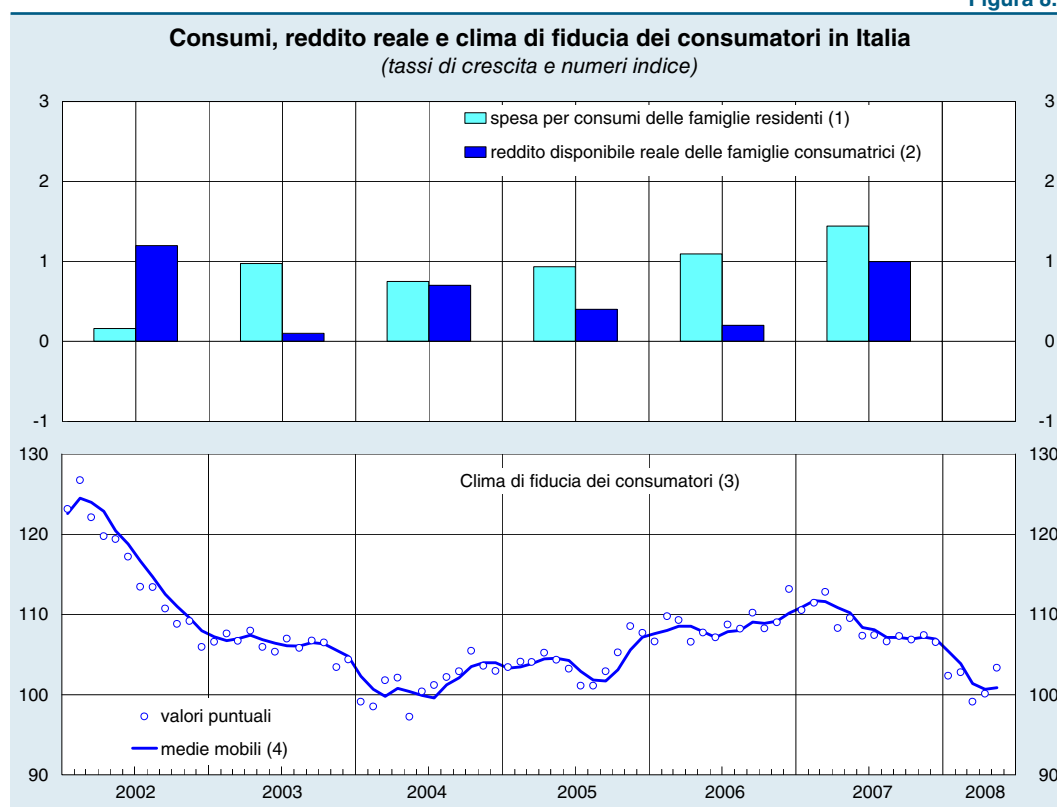
Anche gli acquisti di beni semidurevoli e, soprattutto, durevoli hanno sostenuto la spesa per consumi. Alla forte accelerazione della domanda di mezzi di trasporto (5,2 per cento; 1,6 nel 2006), sospinta dagli incentivi al rinnovo del parco autoveicoli introdotti dalla legge finanziaria per il 2007, si è aggiunta la prolungata espansione degli acquisti di prodotti ad alto contenuto tecnologico (6,7 per cento).

I consumi di beni non durevoli hanno invece subito una flessione (-0,3 per cento) che si iscrive in una tendenza di lungo periodo all'indebolimento, accentuatasi dal-

l'inizio del decennio: la loro incidenza sulla spesa complessiva, prossima al 50 per cento nel 1970, si è ora ridotta al 30. Nel 2007 ha pesato il ristagno degli acquisti dei prodotti alimentari, frenati nella seconda parte dell'anno dai rincari originati dall'aumento dei prezzi delle corrispondenti materie di base (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i costi*).

I forti aumenti delle quotazioni delle materie prime alimentari ed energetiche e gli effetti della crisi finanziaria iniziata la scorsa estate hanno generato un crescente pessimismo nelle valutazioni delle famiglie sulla situazione economica personale e generale (fig. 8.1). Ne è discesa una maggiore prudenza nelle decisioni di spesa, in calo nell'ultimo trimestre.

Figura 8.1



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

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

La dinamica dei consumi ha risentito, nel complesso del 2007, della perdurante debolezza del reddito disponibile delle famiglie, aumentato solo dell'1,0 per cento in termini reali (3,2 a prezzi correnti), dopo il ristagno del biennio precedente (tav. 8.3). Includendo l'erosione del potere d'acquisto delle attività finanziarie nette riconducibile alla risalita dell'inflazione attesa, l'incremento del reddito disponibile reale si riduce allo 0,6 per cento.

Sulla modesta crescita del reddito disponibile ha gravato, per 2,6 punti percentuali a prezzi correnti, l'aumento delle imposte sul reddito e sul patrimonio (8,6 per cento, in linea con l'anno precedente, contro 1,9 in media nella prima metà del decennio) e quello dei contributi sociali (5,0 per cento), solo parzialmente compensati, per 1,5 punti percentuali, dall'accelerazione delle prestazioni sociali (5,2 per cento; cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

Tavola 8.3

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	2004	2005	2006	2007
<i>Variazioni percentuali</i>				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	4,1	4,8	5,5	3,4
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	3,5	3,1	2,5	2,0
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	0,4	0,1	0,8	-0,1
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	0,3	1,5	2,1	1,5
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	2,8	-3,4	0,1	1,2
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	2,9	0,8	-0,3	3,0
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	-0,7	-1,1	-0,3	-1,3
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	0,5	-3,1	0,7	-0,4
Redditi netti da proprietà (3)	3,1	5,3	4,4	5,7
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	2,8	2,7	3,5	5,4
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	3,6	3,2	4,5	5,2
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	3,1	2,9	8,7	8,6
Reddito lordo disponibile delle famiglie (4)	3,4	2,7	2,9	3,2
a prezzi concatenati (5)	0,7	0,4	0,2	1,0
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione attesa (6)	0,8	0,1	0,8	0,6
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione passata (7)	1,2	0,5	0,3	0,6
Reddito lordo disponibile del settore privato	3,7	2,4	1,3	2,7
a prezzi concatenati (5)	1,0	0,2	-1,4	0,5
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione attesa (6)	0,9	-0,1	-1,0	0,4
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione passata (7)	1,2	0,2	-1,4	0,5
<i>Rapporti percentuali</i>				
Propensione media al risparmio delle famiglie (4) (8)	12,7	12,3	11,5	11,2
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	10,4	9,7	9,5	8,7
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	10,1	9,7	9,1	8,3
Propensione media al risparmio del settore privato (8)	26,0	25,5	23,6	22,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	26,6	26,1	24,0	23,3
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	26,7	26,1	24,1	23,4

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

(1) Contributo in punti percentuali degli oneri sociali alla variazione dei redditi netti; valori negativi corrispondono ad aumenti dell'incidenza degli oneri. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (essenzialmente affitti effettivi e imputati), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Famiglie consumatrici. – (5) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. – (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine *Consensus Forecasts*), deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. – (7) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate *ex post*, deflazionato col deflatore delle famiglie residenti. – (8) 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.

Sempre in termini nominali, il monte retributivo è salito del 3,4 per cento (dal 5,5 nel 2006), riflettendo il rallentamento sia delle unità standard di lavoro dipendente, sia dei redditi unitari; questi ultimi hanno registrato un aumento (2,0 per cento) inferiore a quello del deflatore dei consumi (2,2 per cento). I redditi da lavoro autonomo hanno invece accelerato (1,2 per cento al netto dei contributi sociali; 0,1

nel 2006) sulla spinta dell'incremento di quelli unitari, pur a fronte della leggera contrazione delle unità di lavoro indipendente.

Si è rafforzata la dinamica dei redditi netti da proprietà. Il considerevole aumento dei dividendi percepiti e degli altri utili distribuiti dalle società (4,2 per cento; 1,5 nel 2006) si è affiancato all'andamento favorevole del risultato lordo di gestione (5,4 per cento), che per le famiglie è principalmente costituito dai redditi di locazione degli immobili. Il flusso di interessi netti è cresciuto del 7,6 per cento (9,6 nel 2006). A fronte dell'incremento dei tassi di rendimento, il rallentamento degli interessi attivi (13,4 per cento, dal 17,4) ha riflesso la minore accumulazione di ricchezza finanziaria; quello, più marcato, degli interessi passivi (38,3 per cento, da 68,5), la decelerazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e, in minor misura, del credito al consumo (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

È diminuita all'11,2 per cento la propensione al risparmio (8,7 se misurata con riferimento al reddito corretto per l'erosione monetaria attesa), confermando una tendenza registrata dalla metà degli anni ottanta e brevemente interrottasi solo all'inizio del decennio in corso.

Alla fine del 2007 la ricchezza delle famiglie ammontava a circa 8 volte il reddito disponibile lordo, un valore assai superiore a quello della Germania e pressoché in linea con quello della Francia. Il deciso incremento della ricchezza dalla metà degli anni novanta avrebbe fornito un sostegno ai consumi.

Nel complesso del settore privato (famiglie e imprese) il reddito lordo disponibile è cresciuto del 2,7 per cento a prezzi correnti; se valutato in termini reali, l'aumento ha solo parzialmente recuperato la flessione dell'anno precedente (0,5 e -1,4 per cento, rispettivamente; tav. 8.3). La propensione al risparmio del settore è scesa al 22,9 per cento; nell'intera economia ha invece segnato un lieve incremento (due decimi, al 20 per cento; tav. 8.4), riflettendo il maggiore risparmio delle Amministrazioni pubbliche, cresciuto per il secondo anno consecutivo (2,3 per cento in rapporto al reddito nazionale; -0,1 nella media della prima metà del decennio).

Tavola 8.4

Risparmio e investimenti lordi in Italia <i>(quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)</i>							
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 1998-2007	2004	2005	2006	2007
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,6	-0,4	-0,6	1,4	2,3
Risparmio del settore privato	28,7	24,5	20,0	20,9	20,4	18,4	17,7
di cui: <i>famiglie consumatrici</i>	21,0	13,7	8,5	8,6	8,3	7,8	7,5
Risparmio nazionale lordo	22,1	21,2	20,6	20,5	19,8	19,8	20,0
Investimenti lordi	23,0	20,3	21,0	21,1	21,0	21,8	21,8
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-0,4	-0,6	-1,2	-2,0	-1,8
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia							

Gli investimenti

Nel 2007 la crescita degli investimenti fissi lordi si è dimezzata rispetto all'anno precedente (1,2 contro 2,5 per cento). Con l'eccezione dei fabbricati non residenziali, il rallentamento ha interessato tutti i cespiti, in modo particolare i macchinari, le attrezzature e i mezzi di trasporto (tav. 8.5).

Tavola 8.5

Investimenti fissi in Italia (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2007 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2005	2006	2007	2000	2007
Costruzioni	52,5	0,5	1,5	2,2	9,3	11,0
abitazioni	21,8	5,8	5,0	3,5	3,8	4,6
altre costruzioni	25,5	-3,0	-2,0	1,5	4,7	5,4
Costi per trasferimento di proprietà	5,1	-1,3	5,5	0,5	0,8	1,1
Macchine e attrezzature	33,4	2,2	3,4	-0,3	7,6	7,0
Mezzi di trasporto	10,0	-2,9	3,4	0,8	2,3	2,1
Beni immateriali	4,1	-0,1	3,9	2,6	0,9	0,9
Totale investimenti fissi lordi	100,0	0,7	2,5	1,2	20,1	21,0
Totale escluse le abitazioni	—	-0,6	1,8	0,6	16,4	16,4
Totale escluse le costruzioni	—	0,9	3,5	0,2	10,8	10,0
Totale investimenti fissi netti (2)	—	-3,3	3,7	-0,6	5,6	5,3

Fonte: Istat, *Conti 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.

In un contesto di contrazione dell'attività industriale, il progressivo ampliamento dei margini inutilizzati di capacità produttiva ha frenato l'accumulazione in macchinari e attrezzature (-0,3 per cento; 3,1 nella media del triennio precedente). Dalla metà dell'anno gli investimenti hanno inoltre risentito del deterioramento delle attese sull'andamento della domanda, nonché dell'acuirsi dell'incertezza sulle prospettive economiche globali, da cui è disceso un brusco calo della fiducia delle imprese. Pur in presenza di condizioni finanziarie favorevoli per larga parte dell'anno, l'attività di accumulazione delle imprese potrebbe aver risentito anche della contenuta redditività operativa e del perdurare della capacità di autofinanziamento sui bassi livelli del 2006 (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

Gli investimenti in costruzioni sono aumentati del 2,2 per cento; la lieve accelerazione rispetto al 2006 è stata sostenuta dalla componente non residenziale, tornata a crescere (1,5 per cento) dopo due anni di calo. L'edilizia abitativa ha invece rallentato al 3,5 per cento, riflettendo l'attenuazione del ciclo immobiliare. Nel complesso dell'anno le compravendite di abitazioni si sono contratte per la prima volta dal 2001 (-4,6 per cento), pur in presenza di condizioni ancora favorevoli per l'accensione di mutui ipotecari.

Secondo l'indicatore elaborato sulla base delle rilevazioni de Il Consulente Immobiliare (fondato su una nuova metodologia che ora include le transazioni di case nuove o costruite negli ultimi 35

anni, avvenute nei capoluoghi di provincia e in circa 1400 altri comuni non capoluogo) nel 2007 le quotazioni immobiliari sono cresciute in Italia del 5,0 per cento (circa tre punti percentuali al di sopra della variazione dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale), proseguendo il rallentamento avviatosi dalla metà del 2005. Nell'ultimo biennio l'aumento dei prezzi è sceso al 5,4 per cento rispetto all'8,3 in media negli anni tra il 2000 e il 2005. La tendenza è stata accentuata nelle regioni del Centro e in quelle del Nord, dove più intenso era stato il rialzo nella prima metà del decennio (al 6,0 dal 10,2 per cento e al 4,7 dall'8,9, rispettivamente); al Sud e nelle isole la crescita delle quotazioni si è ridotta di un punto percentuale, scendendo al 6,5 per cento nella media dell'ultimo biennio.

In assenza di un quadro statistico ufficiale completo in merito agli investimenti in opere pubbliche, la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e marzo del 2008 presso un campione di 465 imprese edili ha segnalato, nella media del 2007, una flessione dell'accumulazione in tali opere per il terzo anno consecutivo (-3,3 per cento). Le attese per il 2008 prefigurerebbero un'ulteriore contrazione dell'attività di oltre due punti percentuali.

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 2007, 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	Alto	Basso
Industria in senso stretto									
di cui: <i>manifattura</i>									
Consuntivo per il 2007	3,7	6,5	6,3	1,2	0,5	0,3	6,0	6,5	0,6
Tasso di realizzo (4)	106,1	113,8	108,0	106,9	98,3	103,0	104,6	106,4	105,8
Programmi per il 2008	6,5	-2,7	-0,5	7,5	20,8	10,4	9,3	9,9	2,2
Consuntivo per il 2007	5,4	5,9	5,9	2,0	6,3	3,4	7,9	6,2	4,8
Tasso di realizzo (4)	98,8	112,5	106,5	101,3	88,3	99,4	91,3	105,1	94,2
Programmi per il 2008	5,8	-2,2	-0,3	6,6	13,4	8,3	7,8	9,4	2,8
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2007	-0,2	0,9	-4,0	-4,1	2,4	....	....	3,4	-2,6
Programmi per il 2008	3,2	-5,7	-0,5	2,7	7,9	....	....	3,7	2,8
Totale									
Consuntivo per il 2007	2,6	3,6	1,4	-1,2	4,2	3,4	7,9	4,9	0,9
Programmi per il 2008	4,5	-3,7	-0,4	5,0	10,4	8,3	7,8	6,7	2,8

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini 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 sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (Winsorized Type II Estimator). 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 2007. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2006 per il 2007. – (5) Servizi privati non finanziari.

Secondo l'indagine condotta all'inizio di quest'anno dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione di 4.063 imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari, nel 2007 gli investimenti fissi lordi in termini reali hanno segnato un incremento (tav. 8.6) in linea con le attese espresse nell'inchiesta dello scorso anno. Rispetto ai dati della contabilità nazionale, il più favorevole risultato dell'indagine potrebbe in parte riflettere l'esclusione dal campione

delle aziende che hanno cessato la propria attività. Gli andamenti settoriali appaiono molto differenziati: all'aumento del 5,4 per cento rilevato per l'industria in senso stretto si è contrapposta la stagnazione nel terziario (-0,2 per cento). L'accumulazione nell'industria ha beneficiato del forte incremento registrato presso le imprese energetiche ed estrattive (12,1 per cento, nonostante un tasso di realizzo dei piani iniziali pari a solo l'81 per cento) e in misura più contenuta di quello delle manifatturiere (3,7 per cento).

Tavola 8.7

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per quota di fatturato esportato e sede amministrativa (variazioni percentuali a prezzi 2007, salvo diversa indicazione) (1)									
VOCI	Totale	Quota di fatturato esportato				Sede amministrativa (2)			
		0	0 - 1/3	1/3 - 2/3	Oltre 2/3	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
Industria in senso stretto									
di cui: <i>manifattura</i>									
Consuntivo per il 2007	3,7	5,4	2,9	3,3	5,3	3,9 (7,2)	6,7 (9,1)	-2,0 (0,3)	1,7 (-9,2)
Tasso di realizzo (3)	106,1	110,8	108,1	106,8	99,7	105,9	105,7	107,2	107,6
Programmi per il 2008	6,5	-4,8	3,9	12,8	7,2	11,8 (8,2)	2,4 (7,4)	-2,6 (1,8)	-2,3 (7,9)
Consuntivo per il 2007	5,4	8,9	4,8	3,0	5,4	3,7 (7,6)	7,8 (9,8)	7,8 (7,0)	3,1 (-3,9)
Tasso di realizzo (3)	98,8	86,8	105,0	106,2	99,6	101,5	103,7	86,5	105,2
Programmi per il 2008	5,8	-0,7	4,9	12,8	7,3	10,6 (7,4)	0,9 (4,8)	2,8 (1,0)	-1,4 (10,9)
Servizi (4)									
Consuntivo per il 2007 (5)	-0,2	-0,3	-0,6	.. ..	.. ..	-5,1 (-6,7)	0,8 (3,4)	7,5 (8,1)	-0,2 (-0,9)
Programmi per il 2008 (5)	3,2	3,3	5,0	.. ..	.. ..	2,9 (5,5)	-0,5 (1,1)	6,5 (2,2)	0,3 (4,2)
Totale									
Consuntivo per il 2007	2,6	2,9	2,1	0,9	7,4	-0,7 (-0,4)	4,7 (7,0)	7,6 (7,6)	1,4 (-2,6)
Programmi per il 2008	4,5	1,7	4,9	8,3	4,4	7,3 (6,5)	0,3 (3,2)	5,0 (1,7)	-0,5 (7,8)

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini 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 sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (Winsorized Type II Estimator). Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Tra parentesi i dati secondo la localizzazione effettiva. – (3) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2006 per il 2007. – (4) Servizi privati non finanziari. – (5) Per quote di fatturato esportato superiori a 1/3 la numerosità campionaria non consente di ottenere stime significative.

Nel settore industriale, i ritmi di accumulazione più sostenuti sono stati registrati presso i comparti che hanno sospinto la recente fase espansiva, quali la meccanica, la metallurgia e la fabbricazione di mezzi di trasporto; l'aumento rilevato nei settori di più tradizionale specializzazione produttiva ha costituito un esito sensibilmente migliore rispetto a quanto originariamente programmato. Nel comparto manifatturiero gli investimenti sono inoltre risultati più intensi e largamente superiori rispetto ai piani iniziali nelle imprese di minori dimensioni, sulle quali ha presumibilmente agito con più urgenza la necessità della razionalizzazione e riorganizzazione dei processi produttivi per fronteggiare l'accresciuta concorrenza internazionale.

I favorevoli programmi di investimento rilevati per l'anno in corso si concentrano nelle imprese di grandi dimensioni; se si escludono quelle con 200 addetti e oltre, le attese prefigurerebbero una lieve contrazione. I piani espansivi delle aziende medio-grandi potrebbero riflettere, oltre che le buone aspettative di domanda, l'attuazione di investimenti originariamente pianificati per il 2007 e non ancora realizzati. Nel complesso, le prospettive sono migliori per le imprese manifatturiere, in misura particolarmente accentuata per quelle del settore dei mezzi di trasporto. Nell'industria, i programmi sono improntati a maggior ottimismo per le aziende che esportano oltre un terzo del proprio fatturato, nonché per quelle del Nord Ovest (tav. 8.7).

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Nel 2007 le esportazioni di beni e servizi in termini reali, valutate sulla base dei dati di contabilità nazionale, sono cresciute del 5,0 per cento (tav. 8.1). Pur in calo rispetto al 2006 (6,2 per cento), la dinamica è stata superiore a quella media del quinquennio 2001-05, a conferma dei segnali di ripresa della capacità di esportare dell'industria italiana. Permane tuttavia un divario rispetto al commercio mondiale, di 1,5 punti nel 2007, legato anche all'ulteriore peggioramento della competitività di prezzo, dopo il temporaneo recupero del 2005 (fig. 5.2). Sulla base dei prezzi alla produzione, fra la fine del 2005 e l'inizio del 2008 la perdita di competitività dell'industria italiana è ammontata a 6,3 punti percentuali, quasi il doppio rispetto a quelle di Germania e Francia. In Italia, all'apprezzamento nominale dell'euro, comune a tutti i paesi dell'area, si è aggiunto il maggiore aumento dei prezzi alla produzione.

Secondo gli indici del commercio estero recentemente rivisti dall'Istat, nel 2007 le esportazioni di soli beni sono cresciute in volume del 5,0 per cento (5,5 nel 2006; tav. 8.8), beneficiando soprattutto dell'andamento vivace della domanda proveniente dalla Spagna, dalle economie minori della UE e dai principali paesi esportatori di minerali energetici, la cui capacità di spesa risulta rafforzata dagli ingenti introiti petroliferi (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*).

Nei primi mesi del 2008 l'Istat ha diffuso i nuovi numeri indice mensili del commercio estero dell'Italia (valori medi unitari - VMU - e volumi) per il periodo 1996-2007 (cfr. il riquadro: La recente revisione statistica dei valori medi unitari e delle quantità delle esportazioni e importazioni italiane, in Bollettino economico, n. 52, 2008). La stima della crescita dei VMU tra il 1996 e il 2007 è stata rivista al ribasso di circa la metà, dal 61 al 32 per cento per le esportazioni e dal 61 al 40 per cento per le importazioni. Ne è conseguito un netto incremento della dinamica del volume sia delle esportazioni sia delle importazioni. Nei conti nazionali, il rialzo di entrambe le grandezze ha lasciato pressoché immutato il contributo del commercio estero alla crescita del PIL.

Le esportazioni sono aumentate in misura più accentuata nei settori dei prodotti petroliferi raffinati, dei mezzi di trasporto, delle macchine e apparecchi meccanici; sono invece diminuite in settori tradizionali come quelli del tessile e del cuoio.

La quota delle esportazioni italiane sui mercati mondiali è salita, a prezzi correnti, di oltre un decimo di punto percentuale (3,7 per cento), grazie al forte incremento delle esportazioni in euro (10,1 per cento nel 2007) e all'apprezzamento della moneta unica, che ne ha ulteriormente accresciuto il valore in dollari rispetto al totale delle esportazioni mondiali.

Le importazioni. – Lo scorso anno le importazioni di beni e servizi rilevate nei conti nazionali sono aumentate del 4,4 per cento in termini reali. A fronte della dinamica appena superiore delle esportazioni, la domanda estera netta ha fornito un contributo trascurabile alla crescita del PIL.

Tavola 8.8

Esportazioni e importazioni cif-fob per principali paesi e aree: indici dei valori medi unitari (VMU) e delle quantità (1) <i>(composizione percentuale dei valori nell'anno e variazioni percentuali sull'anno precedente; indici: 2005=100)</i>												
PAESI E AREE	Esportazioni						Importazioni					
	2006			2007			2006			2007		
	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)
Paesi UE-27	61,2	4,6	6,0	60,8	4,9	4,4	57,6	5,5	4,6	57,7	3,1	3,3
di cui: Area dell'euro a 13	45,5	4,6	5,4	45,1	4,7	4,4	46,4	5,8	3,9	46,4	3,2	2,9
di cui: Francia	11,8	4,3	1,9	11,6	4,5	3,6	9,3	6,2	-0,2	9,1	2,9	1,4
Germania	13,2	4,5	6,6	13,0	4,6	3,7	16,8	6,5	3,6	17,1	2,4	5,9
Spagna	7,4	5,6	3,3	7,5	4,7	6,9	4,3	5,4	7,7	4,3	5,5	1,7
Regno Unito	6,1	4,0	-1,4	5,9	4,3	1,9	3,6	4,7	-3,5	3,3	2,6	-3,4
Paesi extra UE-27	38,8	6,0	4,7	39,2	5,0	5,8	42,4	14,7	3,9	42,3	2,1	3,9
di cui: Cina	1,7	7,0	15,4	1,7	7,8	2,9	5,1	5,5	20,1	5,8	3,4	17,5
EDA (3)	2,9	4,5	2,4	2,8	4,4	-0,5	2,4	2,4	2,5	2,3	0,8	-3,0
Giappone	1,4	2,7	-3,7	1,2	5,2	-8,2	1,5	0,7	8,7	1,4	1,6	-3,0
Russia	2,3	5,6	18,6	2,6	6,6	17,8	3,9	27,6	-9,4	3,8	-0,8	6,6
Stati Uniti	7,4	7,3	-4,4	6,7	1,3	-1,9	3,0	6,9	-6,7	3,0	2,4	1,1
Totale	100,0	5,1	5,5	100,0	4,9	5,0	100,0	9,6	4,0	100,0	2,6	3,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
 (1) Per il 2007 i valori per i paesi della UE e per il totale sono calcolati su dati corretti per la stima delle transazioni rilevate annualmente e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. – (2) Per i paesi della UE e per il totale le variazioni delle quantità per il 2007 sono calcolate sulla base dei dati relativi ai valori deflazionati per i VMU. – (3) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malaysia, Singapore, Taiwan, Thailandia.

Secondo i dati di commercio estero, le importazioni di beni in volume sono aumentate del 3,5 per cento, in lieve rallentamento anche per effetto della debolezza della produzione industriale. L'incremento è stato maggiore nei settori caratterizzati da un andamento favorevole delle esportazioni. È proseguita la fortissima espansione degli acquisti dalla Cina (17,5 per cento in volume) che è divenuto il terzo fornitore di beni per l'Italia; se misurati a prezzi correnti, hanno quasi raggiunto il 6 per cento del totale. Le importazioni di petrolio greggio e di gas naturale, che costituiscono la parte preponderante dei nostri acquisti di prodotti energetici, sono cresciute in volume dell'1,0 per cento; la loro quota sul totale delle importazioni, valutata a prezzi correnti, è di circa il 13 per cento.

L'offerta

Nel 2007 il PIL dell'Italia è aumentato dell'1,5 per cento in termini reali (1,8 nel 2006; tav. 8.1), un tasso ancora inferiore a quello della restante parte dell'area dell'euro. Ne è disceso un ulteriore aggravio del ritardo di crescita, il cui valore cumulato dalla metà degli anni novanta ha raggiunto circa 14 punti percentuali. Il divario è imputabile in analoga misura al settore dell'industria in senso stretto e a quello dei servizi.

La recente revisione del sistema dei conti nazionali, volta a incorporare nuove fonti informative in particolare per i dati del commercio estero, ha comportato per il decennio in corso una revisione al rialzo della dinamica del PIL in termini reali, salita dallo 0,9 all'1,0 per cento in media d'anno; in sua assenza, il divario di crescita rispetto alla restante parte dell'area sarebbe risultato lievemente più ampio. Oltre ai flussi con l'estero (cfr. il paragrafo: Le esportazioni e le importazioni) le correzioni più rilevanti hanno riguardato gli investimenti fissi lordi, mentre sono state trascurabili quelle dei consumi. Dal lato dell'offerta, il calo dell'attività nell'industria in senso stretto risulta ora leggermente ridotto; gli altri settori non hanno subito variazioni apprezzabili.

Alla crescita del prodotto nel 2007 ha contribuito quasi interamente il settore dei servizi, a fronte dell'apporto appena positivo dell'industria e nullo dell'agricoltura. L'incremento del valore aggiunto nel terziario, pari all'1,8 per cento, ha tratto sostegno soprattutto dall'accelerazione dei comparti dell'intermediazione monetaria e finanziaria, che erano cresciuti a ritmi già elevati nel biennio precedente, dei trasporti e delle comunicazioni, del commercio; il settore degli alberghi e ristoranti ha invece segnato un forte rallentamento, così come i servizi alle imprese. È proseguita l'espansione del comparto delle costruzioni (1,6 per cento), pur se meno intensa rispetto al quinquennio 2000-05.

Il ritmo di crescita del valore aggiunto dell'industria in senso stretto si è ridotto di un terzo (allo 0,8 per cento), con un progressivo indebolimento nel corso dell'anno. All'incremento ancora cospicuo in alcuni dei settori che hanno trainato la recente fase espansiva (metallurgia, fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici, mezzi di trasporto), si è affiancata la contrazione in comparti che rappresentano una quota rilevante dell'industria (apparecchiature elettriche ed elettroniche, prodotti in carta e alimentari). Fra i settori di tradizionale specializzazione, è proseguita la flessione nelle industrie conciarie e del tessile; il concomitante incremento rilevato presso il comparto dell'abbigliamento potrebbe segnalare il processo di riposizionamento intrapreso dalle imprese italiane a favore di produzioni a più alto contenuto qualitativo, al fine di fronteggiare l'accresciuta concorrenza internazionale.

La fase espansiva della produzione industriale italiana registrata negli ultimi anni è stata più breve rispetto al resto dell'area, in particolare alla Germania: avviatasi nei primi mesi del 2005 con più di un anno di ritardo, la nostra ripresa si è interrotta alla fine del 2006, in controtendenza rispetto ai principali paesi europei. Inoltre, in Italia l'espansione dell'industria è stata meno diffusa: settori rappresentativi di circa un terzo dell'attività aggregata hanno infatti mantenuto, nel complesso, un andamento flettente o al più stagnante; in Germania solo due comparti, pari al 4 per cento della produzione totale, non sono stati interessati dall'accelerazione produttiva.

In Italia la ripresa è stata trainata dai settori che esportano un'ampia quota della produzione, come quelli della fabbricazione di macchinari e attrezzature, di prodotti metallurgici, di mezzi di trasporto. L'impulso della domanda estera è risultato tuttavia nettamente inferiore, se valutato in volume, a quello registrato in Germania; ciò contribuisce a spiegare la maggiore intensità dell'espansione tedesca. A partire dalla metà del 2006 le vendite all'estero dell'Italia hanno rallentato, sottraendo uno stimolo determinante alla nostra produzione industriale, che mostra dai primi mesi del 2007

una tendenza negativa. Si è ampliato il ritardo di crescita rispetto alla manifattura tedesca: apertosi nel 2004, il divario è salito a circa 22 punti percentuali nel primo trimestre del 2008.

Il quadro appena descritto, basato sui dati ufficiali della produzione industriale, potrebbe tuttavia sovrastimare le difficoltà dell'industria italiana. Altri indicatori dell'attività delineano infatti un contesto meno sfavorevole: l'andamento degli ordinativi, del fatturato e delle esportazioni dell'Italia a prezzi correnti descrive, per il biennio 2005-06, un'espansione più vivace, protrattasi fino alla prima metà del 2007. A partire dal 2005 l'intensità della ripresa delle esportazioni italiane, valutate non in volume bensì in valore, è stata simile a quella tedesca, con un incremento addirittura superiore nel complesso del 2007. Queste diverse indicazioni potrebbero riflettere, oltre che il processo di internazionalizzazione delle imprese, una ricomposizione della produzione italiana, in particolare a favore di beni a maggior valore aggiunto, colta solo in parte dall'indice di produzione industriale.

Sulla base delle stime preliminari diffuse dall'Istat, nel primo trimestre del 2008 il PIL è cresciuto dello 0,4 per cento in termini congiunturali, recuperando la flessione di pari entità registrata nel trimestre precedente. Il risultato ha riflesso, oltre che l'espansione del settore dei servizi, il lieve rialzo dell'attività industriale rispetto ai bassi livelli dello scorcio del 2007. Il quadro congiunturale desumibile dal complesso degli indicatori più recenti prefigura per la restante parte dell'anno ritmi di sviluppo più contenuti.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – Nella media del 2007 l'inflazione al consumo in Italia, misurata dall'indice per l'intera collettività nazionale, è scesa all'1,8 per cento (dal 2,1 del 2006), il livello più basso dal 2000. Per la prima volta nel decennio la crescita dell'indice armonizzato (IPCA) nel nostro paese è risultata inferiore a quella registrata per il complesso dell'area (2,0 e 2,1 per cento, rispettivamente; tav. A5.9).

Nel quarto trimestre del 2007, in Italia come nel resto dell'area, l'inflazione ha segnato però una brusca inversione di tendenza, salendo al 2,6 per cento in dicembre dall'1,6 di agosto. L'accelerazione, determinata dai rincari dei prodotti energetici e alimentari, è proseguita nel 2008. In aprile la crescita sui dodici mesi è stata del 3,3 per cento.

L'aumento medio annuo dei prezzi nel comparto dei beni non alimentari e non energetici è rimasto all'1,2 per cento nel 2007, in connessione con la moderazione dei costi interni e la pressione competitiva sui produttori nazionali esercitata dal rafforzamento del cambio. I prezzi dei servizi liberi hanno invece accelerato al 2,6 per cento (dal 2,4 nel 2006), anche a seguito dei rincari nel comparto della ristorazione (3,0 per cento) sui quali hanno inciso i forti aumenti dei generi alimentari (tav. 8.9).

Un contributo al contenimento dell'inflazione media nel 2007 è derivato dalla dinamica moderata dei prezzi amministrati (0,6 per cento), conseguente al rallentamento delle tariffe energetiche e al calo dei prezzi dei medicinali (-5,2 per cento) su cui hanno influito gli sconti imposti alle case farmaceutiche dall'Agenzia italiana per il farmaco (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*); di questi ultimi tiene conto la dinamica dell'indice per l'intera collettività nazionale, non quella dell'IPCA.

Sin dal 2002 la crescita annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si colloca lievemente al di sopra di quella dell'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale (differenze di analoga entità si registrano anche rispetto all'indice per le famiglie degli operai e impiegati comprensivo dei tabacchi). Il divario è riconducibile principalmente al diverso andamento della voce relativa ai medicinali, in ragione del prezzo praticato per i medicinali a carico del Servizio sanitario nazionale, considerato ai fini del calcolo dell'indice per l'intera collettività nazionale e non dall'indice armonizzato, che registra quello effettivamente a carico del consumatore.

Tavola 8.9

Prezzi al consumo (1)				
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali	Contributi all'inflazione media (punti percentuali)
	2006	2007	2007	2007
Indice generale	2,1	1,8	100,0	–
Indice generale al netto di alimentari ed energetici	1,6	1,6	72,4	1,20
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	1,9	2,1	81,5	1,71
Alimentari freschi	1,4	3,4	6,7	0,23
di cui: latte	0,9	2,5	0,7	0,02
carni	2,8	4,0	2,8	0,11
Alimentari trasformati	1,9	2,4	10,6	0,25
di cui: pane	1,6	5,7	1,2	0,07
pasta e riso	1,5	5,5	1,3	0,07
derivati del latte	0,4	2,0	1,5	0,03
Beni non alimentari non energetici liberi	1,2	1,2	27,5	0,33
di cui: computer	-12,9	-8,7	0,3	-0,03
apparecchi telefonici	-14,9	-15,2	0,4	-0,07
Servizi liberi	2,4	2,6	32,2	0,84
di cui: trasporti aerei	1,3	-4,4	0,6	-0,03
servizi medici e dentistici	2,5	2,9	2,9	-0,15
servizi finanziari	1,7	-1,0	0,9	-0,01
servizi di ristorazione	2,4	3,0	8,2	0,25
Energetici liberi	6,0	0,6	4,6	0,03
Beni e servizi a prezzo regolamentato	2,8	0,6	18,5	0,11
Medicinali	-3,7	-5,2	2,7	-0,14
Tabacchi	6,3	4,2	2,1	0,09
Tariffe	4,1	0,9	10,8	0,10
di cui: gas	9,3	0,1	2,3	..
energia elettrica	12,6	4,8	1,4	0,07
raccolta rifiuti	4,9	9,2	0,7	0,07

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale.

Dalla fine dell'estate i prezzi al consumo dei beni alimentari – in particolare delle voci relative a latte e derivati, pane, pasta e riso – hanno sensibilmente accelerato (dal 2,4 per cento sui dodici mesi in agosto al 5,5 in aprile), riflettendo gli aumenti consistenti negli stadi a monte della distribuzione, a loro volta innescati dai rialzi delle quotazioni delle materie prime agricole sui mercati internazionali. La reattività dei prezzi alla produzione all'andamento dei corsi delle materie prime, storicamente bassa fino a metà 2007, sembra essere aumentata repentinamente a partire dalla scorsa estate. Tra i fattori che in passato contribuivano a spiegare la scarsa correlazione tra prezzi delle materie prime e inflazione alla produzione rientrano sia la bassa incidenza delle materie di base nel costo di produzione dei beni alimentari trasformati sia, soprattutto per i prodotti caseari, la Politica agricola comune (PAC), che ha significativamente influenzato la relazione tra i prezzi praticati nell'area dell'euro e i corsi inter-

nazionali. Il più rapido adeguamento dei prezzi osservato dalla metà del 2007 suggerisce che i rincari degli input siano stati considerati permanenti dai produttori e quindi trasferiti ai consumatori.

I forti rincari dei prodotti energetici e alimentari, che rappresentano beni di prima necessità, hanno inciso in misura più rilevante sul potere d'acquisto delle famiglie meno abbienti, per le quali essi rappresentano una quota maggiore della spesa.

Rilevanti variazioni dei prezzi relativi, come quelle determinate dai rincari dei generi di prima necessità, possono indurre un divario nell'inflazione subita dalle diverse fasce della popolazione. Sulla base delle informazioni sulla composizione della spesa delle famiglie, desumibile dall'indagine sui consumi dell'Istat, è possibile stimare tali scostamenti. Mentre nella media dell'ultimo quinquennio (2003-07) le differenze tra l'inflazione subita dai diversi segmenti della popolazione risultano in media contenute, dal quarto trimestre del 2007 la dinamica dei prezzi rilevante per i consumi delle famiglie meno abbienti avrebbe superato quella delle più facoltose di circa un punto percentuale.

I prezzi e i costi alla produzione. – Nel 2007 i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono aumentati in media del 3,5 per cento (5,6 nel 2006). Il rallentamento, concentrato nella prima metà dell'anno, si è determinato nella componente energetica, per la quale la dinamica è scesa al 3,3 per cento dal 16,0. Al netto dei prodotti energetici e alimentari il ritmo di crescita dei prezzi all'origine è rimasto pressoché invariato (3,3 per cento).

I prezzi alla produzione dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo sono cresciuti dell'1,6 per cento, come nel 2006, beneficiando della dinamica moderata dei costi degli input importati nella prima metà dell'anno.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel comparto industriale è aumentato del 2,5 per cento (al pari del 2006), come risultato del ristagno della produttività e della crescita dei redditi per dipendente. Nel settore dei servizi il marcato rallentamento di questi ultimi, riconducibile al ritardo nei rinnovi di importanti contratti di categoria, ha determinato una temporanea decelerazione del CLUP (allo 0,9 per cento dal 2,5 nel 2006; cfr il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*).

Le aspettative di inflazione. – Il quadro inflazionistico a breve termine per il nostro paese resta condizionato dall'evoluzione nei prossimi mesi delle quotazioni delle materie prime alimentari ed energetiche. Secondo le aspettative d'inflazione censite in maggio da *Consensus Forecasts* presso gli operatori professionali, il rialzo dell'inflazione dalla metà di quest'anno dovrebbe essere temporaneo: dopo essere salita al 3,0 per cento nella media del 2008, la dinamica dei prezzi al consumo tornerebbe al 2,3 nel 2009.

Le politiche di prezzo delle imprese dovrebbero restare moderate, come si evince dal sondaggio trimestrale condotto lo scorso marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*; le aziende intervistate prevedono di aumentare i prezzi di vendita dell'1,7 per cento nel corso dei prossimi dodici mesi, in linea con quanto indicato nell'inchiesta precedente.

9. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2007 è proseguita la crescita dell'occupazione, anche se a ritmi inferiori a quelli elevati dell'anno precedente. Essa è stata sostenuta dall'espansione della produzione e favorita dalla perdurante moderazione salariale. Il tasso di disoccupazione è ancora sceso, riportandosi sui livelli dei primi anni ottanta. La crescita del numero degli occupati è stata in larga parte alimentata dalla componente straniera; è ulteriormente aumentata l'incidenza degli occupati a termine e a tempo parziale. I già elevati divari nei tassi di occupazione tra il Mezzogiorno e il Centro Nord si sono ampliati (cfr. il capitolo 11: *L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali*).

La produttività del lavoro è aumentata a ritmi molto modesti, limitando la crescita dell'economia e delle retribuzioni unitarie. Le ultime informazioni disponibili sulla qualità della formazione scolastica, uno dei fattori che nel lungo periodo influenzano l'efficienza produttiva, confermano il ritardo del Paese; i test condotti dall'OCSE nel 2006 segnalano che il livello di apprendimento degli studenti italiani delle scuole secondarie rimane basso nel confronto internazionale.

Secondo l'indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia, nel biennio 2005-06, nonostante il lento andamento delle retribuzioni unitarie, il complesso dei redditi familiari netti è cresciuto a un tasso annuo del 2,1 per cento in termini reali, sospinto dalla crescita dell'occupazione. Il livello di disuguaglianza nei redditi familiari, quasi invariato rispetto al 2004, si mantiene elevato nel confronto internazionale; esso riflette anche i notevoli divari di reddito tra le famiglie del Mezzogiorno e del Centro Nord.

L'occupazione e la sua composizione

Nel 2007 il numero degli occupati in Italia è aumentato di circa l'1 per cento sia secondo i conti nazionali, che comprendono i lavoratori irregolari non residenti, sia secondo la rilevazione sulle forze di lavoro (fig. 9.1). Il tasso di occupazione della popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni è aumentato di tre decimi, al 58,7 per cento (tav. 9.1). L'incremento si è concentrato nella classe di età 55-64 anni, in cui il tasso di occupazione è salito di 1,3 punti percentuali, al 33,8 per cento, proseguendo una tendenza in atto dal 1999.

L'incremento del tasso di occupazione delle persone di età compresa tra i 55 e i 64 anni è da ricondurre in parte alle riforme pensionistiche che hanno prolungato la permanenza dei lavoratori sul posto di lavoro, in parte all'ingresso in questa fascia di età di donne con una maggiore partecipazione al mercato del lavoro rispetto al passato. Il tasso di occupazione femminile per questa classe di età è salito di oltre sette punti nell'ultimo decennio, al 23 per cento; quello dei coetanei maschi si è portato al 45,1, dopo aver toccato un minimo di circa il 40 per cento nel 2001. Il tasso di occupazione si è invece ridotto per i giovani in età compresa tra i 15 e i 24 anni di 0,8 punti percentuali al 24,7, soprattutto per la crescita della quota di inattivi impegnati nello studio.

Tavola 9.1

Struttura dell'occupazione nel 2007 (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Mezzogiorno		Italia	
	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2007-06 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2007-06 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2007-06 (2)
Occupati dipendenti	12.394	2,1	4.773	-0,1	17.167	1,5
Permanenti	10.971	1,9	3.928	0,1	14.898	1,4
a tempo pieno	9.444	1,4	3.535	-0,7	12.979	0,8
a tempo parziale	1.526	5,1	393	8,3	1.919	5,7
Temporanei	1.423	4,1	846	-1,1	2.269	2,1
a tempo pieno	1.097	2,9	669	-1,7	1.766	1,1
a tempo parziale	326	8,5	176	1,2	502	5,8
Occupati Indipendenti	4.312	-0,5	1.743	0,2	6.055	-0,3
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.588	-0,5	1.508	0,1	5.096	-0,3
Coadiuvanti in imprese familiari	311	-0,1	110	-2,8	421	-0,8
Soci di cooperative	33	30,2	14	4,4	48	21,2
Collaboratori coordinati	304	-4,6	88	3,3	392	-2,9
Prestatori d'opera occasionali	76	4,7	22	8,3	98	5,5
A tempo pieno	3.767	-0,1	1.546	0,5	5.313	0,1
A tempo parziale	545	-3,2	197	-2,3	742	-3,0
Totale occupati	16.706	1,4	6.516	..	23.222	1,0
femmine	6.976	1,7	2.189	0,1	9.165	1,3
maschi	9.730	1,3	4.327	-0,1	14.057	0,8
In cerca di occupazione	698	-8,6	808	-11,2	1.506	-10,0
femmine	400	-9,3	384	-11,1	784	-10,2
maschi	299	-7,7	424	-11,2	722	-9,8
Forze di lavoro	17.404	1,0	7.324	-1,4	24.728	0,3
femmine	7.376	1,0	2.573	-1,7	9.949	0,3
maschi	10.028	1,0	4.751	-1,2	14.779	0,3
Tasso di partecipazione (15-64 anni)	68,1	0,1	52,4	-0,8	62,5	-0,2
femmine	58,5	0,1	36,6	-0,7	50,7	-0,2
maschi	77,7	0,1	68,4	-0,9	74,4	-0,2
Tasso di occupazione (15-64 anni)	65,4	0,4	46,5	-0,1	58,7	0,3
femmine	55,3	0,5	31,1	..	46,6	0,3
maschi	75,3	0,3	62,2	-0,1	70,7	0,2
Tasso di disoccupazione	4,0	-0,4	11,0	-1,2	6,1	-0,7
femmine	5,4	-0,6	14,9	-1,6	7,9	-0,9
maschi	3,0	-0,3	8,9	-1,0	4,9	-0,5
Tasso di disoccupazione giovanile	13,7	-0,7	32,3	-1,9	20,3	-1,3
femmine	16,2	-1,0	38,3	-2,2	23,3	-1,9
maschi	11,8	-0,5	28,9	-1,5	18,2	-0,9

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

(1) Per i tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione, valori percentuali. Il tasso di disoccupazione è calcolato come rapporto tra le persone in cerca di occupazione in età 15-74 e le forze di lavoro di età 15 anni e oltre; il tasso di disoccupazione giovanile è calcolato con riferimento alla popolazione di 15-24 anni. L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. – (2) Per i tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione, differenze percentuali.

Come nell'anno precedente, l'occupazione femminile è aumentata più di quella maschile (rispettivamente, 1,3 e 0,8 per cento), confermando la ripresa di una tendenza di lungo periodo che aveva subito una interruzione tra il 2003 e il 2005. Rispetto al 2006, il tasso di occupazione femminile è aumentato di tre decimi di punto, al 46,6 per cento, quello maschile di due decimi, al 70,7 per cento. Negli ultimi dieci anni l'incremento è stato di 8,1 punti percentuali per le donne e di 4,6 punti per gli uomini.

Anche nel 2007 gli stranieri regolarmente residenti in Italia hanno rappresentato una quota consistente della maggiore occupazione (154.000 persone, pari a oltre il 65 per cento). La loro incidenza sull'occupazione complessiva del Paese è salita al 6,4 per cento (5,9 nel 2006). Essa è particolarmente elevata nelle regioni del Centro Nord, nei settori alberghiero e della ristorazione, delle costruzioni e dei servizi alle famiglie, dove ricoprono le occupazioni con i livelli retributivi più bassi.

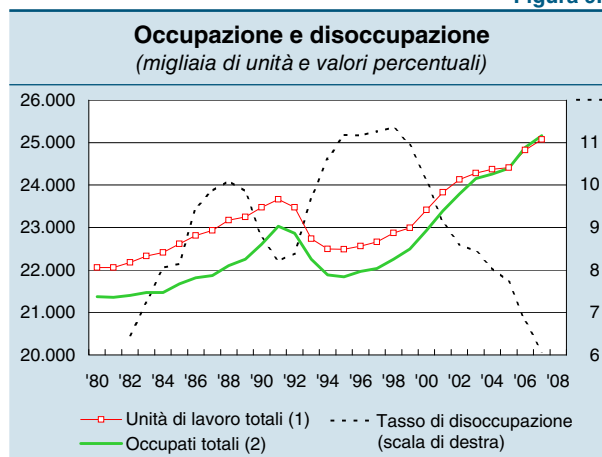
Contrariamente a quanto avviene nei paesi europei con una tradizione consolidata di immigrazione, in Italia gli stranieri residenti si caratterizzano per tassi di occupazione tra la popolazione in età da lavoro superiori a quelli dei cittadini italiani: nel 2007 essi erano pari all'83,3 per cento per gli uomini (69,9 per gli italiani) e al 51,3 per le donne (46,3 per le italiane).

L'occupazione è aumentata esclusivamente nella componente alle dipendenze: il numero di lavoratori autonomi è leggermente diminuito (tav. 9.1). Pur rimanendo tra le più elevate tra i paesi industrializzati (circa 16 punti al di sopra della media dell'area dell'euro), l'incidenza del lavoro autonomo si è progressivamente ridotta, dal 29,1 per cento del 1997 al 26,1 dello scorso anno. È diminuita di oltre sette punti nell'agricoltura, di 0,7 punti nell'industria in senso stretto, di 2,8 punti nelle costruzioni e 3,6 punti nei servizi.

Nel 2007 l'aumento dell'occupazione alle dipendenze ha riguardato per quattro quinti posizioni lavorative a tempo indeterminato (1,4 per cento, 206.000 persone). L'occupazione temporanea è cresciuta a un ritmo più sostenuto (2,1 per cento, 47.000 persone), raggiungendo il 13,2 per cento del totale dell'occupazione dipendente. Nel 2007 oltre il 90 per cento degli occupati a tempo determinato dichiarava di svolgere un lavoro a termine perché non aveva trovato un impiego permanente (erano l'80 per cento nel 2004).

Le posizioni di lavoro a termine hanno un'incidenza particolarmente elevata tra quanti trovano un impiego muovendo dalla condizione di inoccupato (fig. 9.2). Complessivamente gli occupati dipendenti a termine, i collaboratori a progetto e i lavoratori occasionali costituivano nel 2007 il 45,5 per cento di coloro che avevano trovato un impiego negli ultimi dodici mesi; l'incidenza è più elevata tra i giovani e sale al crescere del titolo di studio (58,2 per cento tra i laureati).

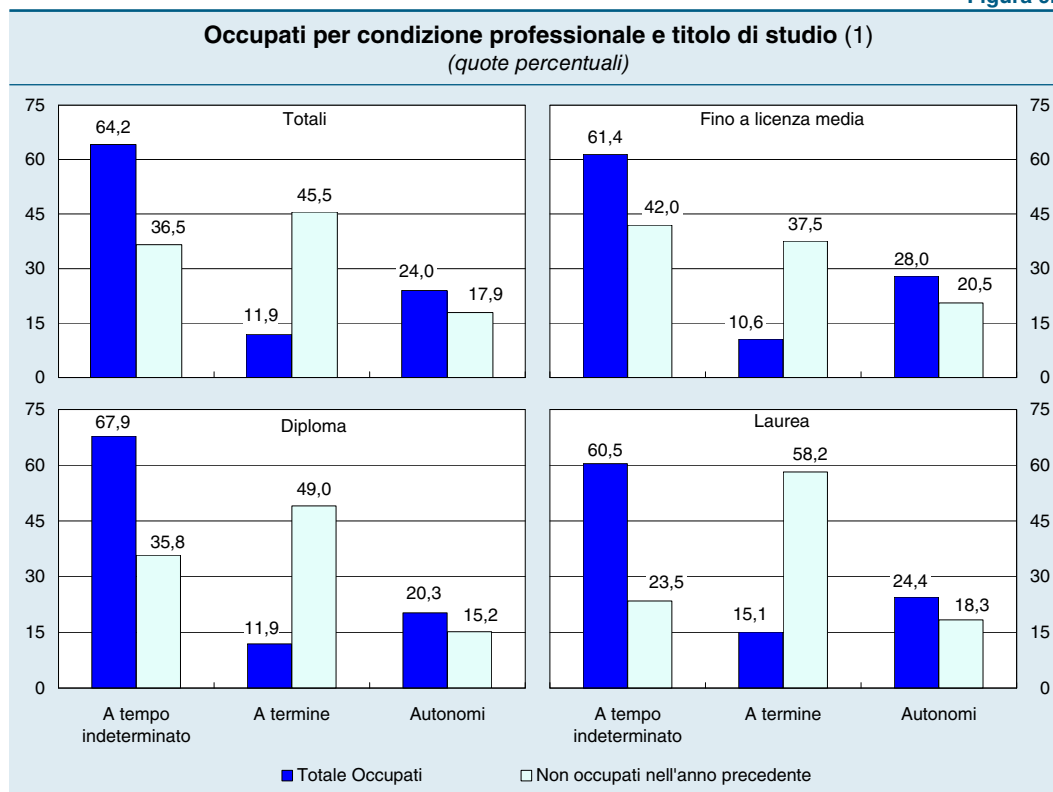
Figura 9.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti Nazionali* e *Rilevazione sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Occupati equivalenti a tempo pieno, residenti e non residenti, regolari e non regolari, cfr. nel *Glossario* la voce: *Unità standard di lavoro* (Fonte: Istat, *Conti nazionali*). – (2) Occupati residenti e non residenti, regolari e non regolari, in imprese residenti (Fonte: Istat, *Conti nazionali*).

Figura 9.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Gli occupati a termine comprendono: occupati dipendenti a tempo determinato, collaboratori, prestatori d'opera occasionali.

Il numero di occupati dipendenti a tempo parziale è cresciuto del 5,8 per cento, portandosi al 14,1 per cento dell'occupazione alle dipendenze. Poco diffuso tra gli uomini (4,4 per cento), il part-time interessava nel 2007 il 27,2 per cento delle donne occupate, circa cinque punti percentuali in più rispetto a dieci anni fa. Sebbene questa modalità di impiego risponda all'esigenza di conciliare lavoro retribuito e lavoro domestico, che in Italia rimane in larga parte a carico della popolazione femminile, una quota significativa delle lavoratrici dichiara di svolgere un'attività a orario ridotto perché nell'impossibilità di trovarne una a tempo pieno (37,0 per cento nel 2007, contro 59,7 per cento degli uomini). L'incidenza degli occupati part-time involontari è lievemente cresciuta rispetto al 2004 (circa due punti per entrambi i sessi).

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nella media del 2007 il numero di persone in cerca di lavoro si è ridotto di 167.000 unità, a 1.506.000 (tav. 9.1). Il tasso di disoccupazione ha continuato la sua discesa, dal 6,8 al 6,1 per cento, livello ormai simile a quello dei primi anni ottanta (fig. 9.1). La riduzione ha interessato entrambi i sessi e tutte le fasce di età: il tasso di disoccupazione femminile è sceso al 7,9 per cento, quello maschile al 4,9 per cento. Al Centro Nord il tasso di disoccupazione è ormai su livelli molto contenuti nel confronto europeo; rimane invece elevato nel Mezzogiorno, dove parte della riduzione osservata negli ultimi

anni potrebbe dipendere da fenomeni di scoraggiamento nella ricerca di un impiego (cfr. il capitolo 11: *L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali*).

La riduzione del tasso di disoccupazione è stata facilitata dal modesto aumento dell'offerta di lavoro, pari ad appena lo 0,3 per cento (66.000 persone). La popolazione residente in età da lavoro (tra 15 e 64 anni) è aumentata dello 0,6 per cento, anche nel 2007 interamente per la crescita della componente straniera (11,6 per cento). Il tasso di attività della popolazione in età da lavoro è diminuito di due decimi al 62,5 per cento, soprattutto per il calo nel Mezzogiorno e tra i giovani in età compresa tra i 15 e i 24 anni.

L'input di lavoro nei settori dell'economia

Nel 2007 l'input di lavoro, misurato in termini di occupati equivalenti a tempo pieno dalla contabilità nazionale, è aumentato a un ritmo ancora sostenuto (1,0 per cento), anche se inferiore all'anno precedente, in quasi tutti i principali settori (tav. 9.2). In agricoltura, dopo il recupero inatteso dell'anno precedente, le unità di lavoro sono diminuite sensibilmente, riprendendo il sentiero di progressiva contrazione. Negli ultimi dieci anni la quota del settore sul totale dell'occupazione è scesa di circa due punti percentuali, al 5,3 per cento. Nel settore delle costruzioni l'occupazione, rallentata nel 2006, è tornata a crescere a un ritmo prossimo a quello medio della fase di espansione che continua dal 1999 (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Nell'industria in senso stretto la ripresa dell'attività produttiva nell'ultimo biennio ha generato un incremento dell'occupazione dell'1,0 per cento all'anno, dopo la riduzione cumulata di circa tre punti tra il 1998 e il 2005. L'incidenza del settore si è ridotta di circa due punti nell'ultimo decennio, al 20,3 per cento, valore ancora elevato nel confronto internazionale.

Nelle imprese dell'industria in senso stretto con almeno 20 addetti, secondo l'indagine Invind della Banca d'Italia, alla fine del 2007 l'occupazione dipendente era ferma sui livelli dell'anno precedente. Sono cresciute leggermente le ore lavorate per dipendente e l'incidenza del lavoro interinale, mentre le ore di lavoro straordinario restano sostanzialmente stabili. È aumentato il turnover per il contemporaneo aumento delle cessazioni e delle assunzioni.

Nel settore dei servizi l'incremento dell'input di lavoro (1,1 per cento) ha interessato tutti i comparti a eccezione del commercio e della Pubblica amministrazione. Anche nei servizi sociali la crescita è stata modesta.

Nelle imprese dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti, secondo l'indagine della Banca d'Italia, l'occupazione alla fine del 2007 è salita del 2,2 per cento rispetto all'anno precedente, soprattutto nelle imprese con 50 addetti e oltre. Il turnover è aumentato per la crescita dell'incidenza delle assunzioni e delle cessazioni di lavoratori a termine. Si è ridotto leggermente il numero di ore lavorate per dipendente.

Il numero dei dipendenti pubblici, espresso in unità di lavoro a tempo pieno, è diminuito dello 0,1 per cento rispetto al 2006. Nel 2007 le unità di lavoro ammontavano a 3,6 milioni, lo 0,7 per cento in più del livello raggiunto nel 1992, quando per le politiche di contenimento della spesa si arrestò l'espansione del settore. Tra il 1992 e il 1998 l'occupazione pubblica si era ridotta di circa 120.000 unità, per poi risalire di 150.000 nel periodo successivo. In rapporto all'occupazione complessiva i dipendenti

Tavola 9.2

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (unità standard di lavoro; quote e variazioni percentuali)								
BRANCHE	Totale				Dipendenti			
	Quote		Variazioni percentuali		Quote		Variazioni percentuali	
	1997	2007	2007/ 1997	2007/ 2006	1997	2007	2007/ 1997	2007/ 2006
Agricoltura, silvicoltura e pesca	7,2	5,3	-18,6	-2,9	3,3	2,8	-2,9	-0,4
Industria in senso stretto	22,4	20,3	0,2	0,9	26,8	23,8	1,3	1,0
di cui: attività manifatturiere	21,5	19,6	0,9	1,1	25,6	22,9	2,2	1,2
Costruzioni	6,8	7,8	26,8	2,4	5,8	6,8	34,2	2,4
Servizi	63,6	66,6	15,9	1,1	64,1	66,6	18,9	1,7
Commercio e riparazioni	14,7	14,2	7,0	-0,1	9,3	10,0	23,7	0,9
Alberghi e ristoranti	5,2	5,9	26,7	1,9	4,5	5,5	37,2	2,6
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,3	6,6	15,2	1,5	7,1	7,3	17,4	2,0
Intermediazione monetaria e finanziaria	2,6	2,5	6,6	2,7	3,3	3,0	4,1	1,9
Servizi a imprese (1)	8,6	11,8	50,6	3,0	6,6	9,3	62,1	5,0
Pubblica amministrazione (2)	6,5	5,4	-6,7	-0,2	9,3	7,6	-6,7	-0,2
Istruzione	6,8	6,4	3,5	0,2	9,0	8,0	1,1	..
Sanità	5,9	6,0	13,2	-0,2	7,0	7,1	16,6	0,4
Altri servizi pubblici, sociali e personali	3,8	4,2	21,9	0,4	3,4	3,9	31,2	1,7
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	3,2	3,6	23,4	4,1	4,6	5,0	23,4	4,1
Totale	100,0	100,0	10,6	1,0	100,0	100,0	14,4	1,5
di cui: settore pubblico (3)	15,5	14,5	3,6	-0,1	22,3	20,2	3,6	-0,1

Fonte: Istat, *Conti nazionali*.
 (1) Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali e imprenditoriali. – (2) Include anche difesa e assicurazioni sociali obbligatorie. – (3) Dipendenti pubblici di Pubblica amministrazione, Scuola, Sanità, Altri servizi pubblici, sociali e personali al netto dei militari di leva.

pubblici, che non includono quanti lavorano con contratti di collaborazione, costituiscono il 14,5 per cento degli occupati totali (15,4 per cento nel 1992).

Una quota elevata dell'input di lavoro continua a essere costituita da lavoro sommerso, che nel 2005, anno a cui si riferiscono le ultime stime disponibili, rappresentava il 12,1 per cento del totale (2.951.000 unità). Il 55,2 per cento era riconducibile a residenti con impiego irregolare, il 35,5 per cento a posizioni lavorative plurime svolte irregolarmente dai residenti, il 9,3 per cento a stranieri irregolarmente presenti sul territorio nazionale. Quest'ultima quota si è più che dimezzata rispetto al 22,0 per cento nel 2001 in seguito al provvedimento di regolarizzazione del novembre 2002.

La qualità dell'istruzione italiana sulla base dei test PISA e IEA-PIRLS

Nel dicembre del 2007 l'OCSE ha reso noti i risultati della terza edizione dell'indagine PISA (*Programme for International Student Assessment*) svoltasi nella primavera del 2006. L'indagine ha rilevato le competenze dei quindicenni nella lettura e comprensione dei testi, in matematica e in scienze. Come nelle passate edizioni, i punteggi mediamente raggiunti dai ragazzi italiani sono sensibilmente inferiori a quelli medi dei paesi

dell'OCSE. La distanza che separa i quindicenni italiani dalla media dell'OCSE equivale alle competenze che si possono acquisire con un semestre di scuola per le scienze e la lettura e con un anno per la matematica. Non raggiungono il livello minimo di competenze giudicato necessario in una società avanzata il 50,9 per cento dei ragazzi nella lettura e nella comprensione dei testi (oltre 6 punti in più rispetto al 2003), il 32,8 per cento in matematica e il 25,3 per cento in scienze (42,8, 21,3 e del 23,2 per cento, rispettivamente, nella media dell'OCSE).

I divari territoriali negli apprendimenti scolastici appaiono molto elevati, sia nei valori medi sia nella quota dei ragazzi con livelli di preparazione che non raggiungono i livelli minimi. In particolare, la distanza media tra il Nord e il Mezzogiorno equivale alle competenze che si possono acquisire con quasi due anni di istruzione. Nelle regioni meridionali la quota degli studenti con preparazione inferiore ai livelli minimi è pari a circa due terzi nella comprensione dei testi, a poco meno di uno su due in matematica e a quasi quattro su dieci in scienze.

Ai deludenti risultati medi si unisce la scarsa capacità di coltivare le eccellenze, anche in quelle aree del Paese, come nel Nord Est, dove i risultati si avvicinano a quelli dei paesi migliori: la quota degli studenti con risultati eccellenti è infatti in quell'area solo marginalmente superiore a quella media dell'OCSE e comunque al di sotto di quella di paesi che conseguono punteggi medi analoghi.

Al quadro preoccupante delineato dall'indagine PISA si contrappone quello dell'indagine PIRLS (*Progress in International Reading Literacy Study*) dell'IEA (International Association for the Evaluation of Educational Achievement), relativa alle capacità di comprensione dei testi dei ragazzi della quarta elementare. I risultati collocano l'Italia nella fascia alta della graduatoria, all'ottavo posto su 40, con un punteggio di 551 punti, contro una media del campione di 500. Rispetto alla precedente indagine condotta nel 2001, i punteggi medi dell'Italia sono aumentati (11 punti, 2,0 per cento), prevalentemente per l'apporto delle regioni meridionali. Sebbene metodologicamente non pienamente confrontabile con l'indagine PISA, questa evidenza indicherebbe che la scuola italiana ottiene risultati buoni fino alla primaria, nel complesso insoddisfacenti nei livelli successivi.

Le difficoltà della scuola italiana sono state oggetto di analisi nel *Quaderno bianco sulla scuola*, predisposto nel settembre del 2007 dai Ministeri dell'Economia e dell'Istruzione. Tra le linee di intervento finalizzate al miglioramento della qualità dell'istruzione il documento individua la necessità di definire un meccanismo di mobilità e assegnazione degli insegnanti che non tenga presenti solo le esigenze di questi ultimi; di migliorare i criteri per il reclutamento degli insegnanti; di avviare un modello di programmazione che ripartisca le risorse pubbliche sulla base della reale evoluzione del numero degli studenti su base regionale; di costruire un affidabile sistema di valutazione degli apprendimenti dei ragazzi più oggettivo rispetto all'attuale sistema basato solo sui voti espressi dagli insegnanti.

Al quadro che emerge dalle indagini internazionali non corrisponde quello tracciato dai voti scolastici. In base ad analisi condotte sui dati PISA, la correlazione tra valutazioni "esterne" e "interne" appare molto debole, denunciando una scarsa capacità di queste ultime di segnalare la reale preparazione degli studenti. Il fenomeno potrebbe dipendere dalla tendenza ad adottare una scala di valutazione relativa, con scarsa considerazione della preparazione in termini assoluti degli studenti.

Le retribuzioni e il costo del lavoro

Nel 2007 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro dipendente nell'intera economia sono cresciute del 2,1 per cento, rispetto al 3,0 nel 2006 (tav. 9.3). Questo rallentamento riflette la modesta crescita registrata l'anno scorso nel settore pubblico (1,0 per cento, rispetto a una media del 4,0 per cento nel quadriennio precedente): importanti rinnovi contrattuali alla fine del 2007 hanno previsto incrementi retributivi quest'anno. Anche nel settore privato la crescita è stata moderata (2,4 per cento, 3,0 nel 2006), per il ritardo nei rinnovi di alcuni contratti come quello del commercio, scaduto dal dicembre del 2006 e non ancora rinnovato, e dei metalmeccanici, siglato all'inizio di quest'anno con sette mesi di ritardo.

Tra la fine del 2007 e gli inizi di quest'anno sono stati rinnovati importanti contratti di categoria, alcuni con notevole ritardo, tra i quali quelli del turismo, del credito, delle poste, dei settori chimico-farmaceutico e metalmeccanico. Sul piano normativo i nuovi contratti continuano a estendere la flessibilità oraria e definiscono la disciplina dei contratti di apprendistato innovati dalla legge 14 febbraio 2003, n. 30 (cosiddetta legge Biagi). Il contratto del settore chimico-farmaceutico ha sancito la possibilità di deroga al contratto nazionale, previo parere di una commissione composta dai rappresentanti di categoria e sindacali, nel caso in cui ciò possa favorire il superamento di crisi aziendali o lo sviluppo dell'impresa. Le deroghe non possono riguardare i minimi retributivi. Nei nuovi contratti si osserva sovente un allungamento della durata degli accordi economici, anche al fine di evitare che contratti siglati con ritardo scadano immediatamente dopo il loro rinnovo. Il contratto del settore metalmeccanico ha confermato, come il precedente, la corresponsione di importi integrativi nel caso in cui non vi siano accordi economici di secondo livello. I nuovi contratti prevedono incrementi medi compresi tra il 2 e il 3 per cento all'anno, in linea con gli andamenti registrati dall'inizio del decennio.

L'8 maggio scorso le principali organizzazioni sindacali hanno presentato un documento per la riforma della struttura della contrattazione. La proposta conferma l'impianto degli accordi del 1992-93, rafforzando il ruolo del contratto nazionale di categoria nella difesa del potere d'acquisto dei minimi retributivi (eliminando i ritardi nei rinnovi, commisurando gli incrementi a un indice dei prezzi più ampio dell'attuale, ad esempio il deflatore dei consumi, prevedendo meccanismi di recupero nel caso di scostamenti tra inflazione attesa ed effettiva). La durata diverrebbe di tre anni sia per la parte economica (attualmente biennale), sia per quella normativa (attualmente quadriennale). Si prevede nello stesso tempo di estendere la contrattazione di secondo livello, richiedendo una fiscalità di vantaggio e prevedendo, in alternativa al livello aziendale, la possibilità di attuarla con contratti integrativi territoriali. La contrattazione aziendale rimarrebbe subordinata ai criteri stabiliti dai contratti nazionali.

Nel complesso si conferma l'andamento moderato della dinamica delle retribuzioni reali, che dagli inizi degli anni novanta caratterizza il mercato del lavoro italiano. Tra il 1992 e il 2007 le retribuzioni reali di fatto per unità di lavoro nell'intera economia sono cresciute del 7,7 per cento, meno di mezzo punto percentuale all'anno. Nell'intero periodo i minimi contrattuali sono aumentati meno dei prezzi al consumo, anche se dal 2000 sono tornati a crescere a tassi leggermente superiori. Il pur modesto aumento delle retribuzioni medie è disceso dagli incrementi concessi a livello aziendale e dalla mutata composizione della forza lavoro.

Nostre analisi su dati degli archivi dell'INPS mostrano come tra il 1995 e il 2004 parte degli incrementi delle retribuzioni di fatto sia stata determinata dai mutamenti nella composizione degli occupati e in particolare dal progressivo invecchiamento della forza lavoro. Al netto di tali effetti la crescita delle retribuzioni sarebbe stata assai più modesta, tenuto conto che le nuove coorti di lavoratori, dagli inizi degli anni novanta, hanno ricevuto trattamenti retributivi meno favorevoli rispetto alle generazioni che le hanno precedute. Si sta invece restringendo il differenziale salariale tra uomini e donne, le quali, per i progressi nei livelli di istruzione, hanno un peso crescente negli impieghi a più alta retribuzione. Controllando per le caratteristiche personali, le retribuzioni delle donne rimangono tuttavia più basse. I lavoratori stranieri hanno invece un peso crescente nella coda bassa della distribuzione dei redditi da lavoro.

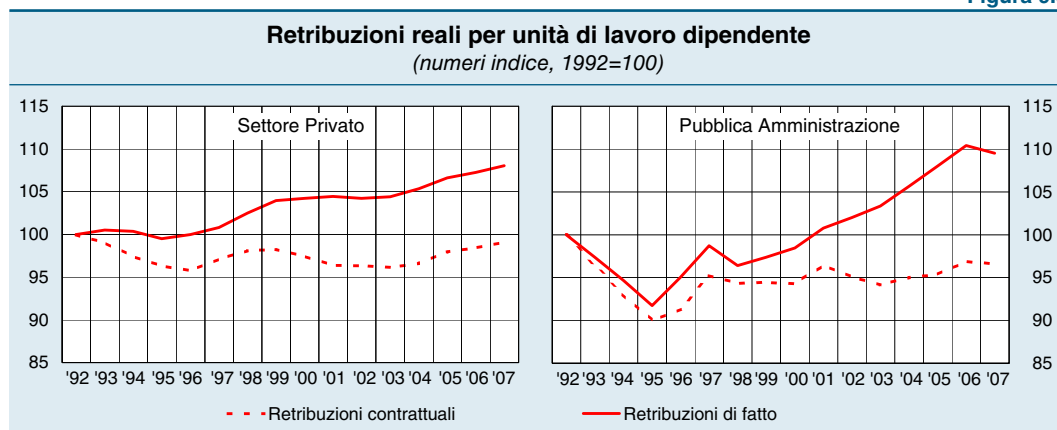
Tavola 9.3

Costo del lavoro e produttività in Italia (variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)									
ANNI	Valore aggiunto a prezzi base in quantità a prezzi concatenati (1)	Unità standard di lavoro totali	Prodotto per unità standard di lavoro (2)	Retribuzione per unità standard di lavoro dipendente	Costo del lavoro per unità standard di lavoro dipendente (3)	CLUP (3) (4)	Quota del lavoro sul valore aggiunto a prezzi base (3) (5)	Costo del lavoro reale per unità standard di lavoro dipendente (6)	Retribuzione reale per unità standard di lavoro dipendente (7)
<i>Industria in senso stretto</i>									
1996-2000	1,1	-0,3	1,4	3,5	2,5	1,1	62,6	0,5	1,0
2001-2005	-0,5	-0,4	-0,1	3,1	3,1	3,2	63,1	1,1	0,6
2001	-0,2	-0,6	0,4	3,1	3,2	2,8	60,8	0,1	0,3
2002	-0,3	0,7	-1,0	2,7	2,5	3,5	61,7	0,6	0,2
2003	-2,7	..	-2,6	2,6	2,8	5,6	64,1	1,1	-0,1
2004	0,9	-1,0	1,9	3,9	4,0	2,0	64,2	2,2	1,7
2005	-0,4	-1,0	0,7	3,1	2,7	2,0	64,7	1,4	1,1
2006	1,2	1,0	0,1	3,4	2,6	2,5	65,6	1,6	1,3
2007	0,8	0,9	-0,1	2,8	2,4	2,5	65,2	-0,8	0,9
<i>Costruzioni</i>									
1996-2000	1,0	1,0	..	3,3	2,1	2,1	71,8	-0,1	0,9
2001-2005	2,8	3,3	-0,5	2,6	2,9	3,4	67,7	-1,9	0,2
2001	5,6	6,2	-0,5	2,7	1,8	2,4	69,4	-3,1	-0,1
2002	2,3	2,1	0,2	2,0	3,0	2,8	68,4	-1,3	-0,5
2003	2,3	2,7	-0,4	2,5	3,9	4,3	67,9	-1,2	-0,2
2004	1,5	1,6	-0,1	3,8	3,9	4,0	66,6	-2,0	1,5
2005	2,3	4,1	-1,7	2,3	1,8	3,6	66,4	-2,0	0,3
2006	1,5	0,8	0,7	2,9	2,2	1,4	65,8	-0,2	0,8
2007	1,6	2,4	-0,8	3,6	3,9	4,7	65,6	-1,1	1,7
<i>Servizi privati (8) (9)</i>									
1996-2000	3,1	2,2	0,9	3,2	2,0	1,1	69,7	-0,3	0,7
2001-2005	1,3	1,6	-0,2	2,6	2,6	2,9	68,1	0,2	0,2
2001	3,2	2,4	0,7	3,0	2,7	1,9	67,0	-0,5	0,2
2002	0,6	2,6	-2,0	1,7	1,8	3,9	67,7	-0,9	-0,8
2003	-0,2	1,8	-2,0	2,0	2,3	4,4	68,1	-1,4	-0,7
2004	1,6	0,7	0,9	2,9	3,1	2,2	68,5	1,4	0,7
2005	1,7	0,4	1,3	3,4	3,3	2,1	69,3	2,5	1,3
2006	2,7	2,3	0,3	2,9	2,5	2,2	71,5	3,5	0,8
2007	2,3	1,5	0,8	1,9	1,9	1,1	71,2	0,4	0,1
<i>Settore privato (9)</i>									
1996-2000	2,2	0,9	1,3	3,4	2,3	1,0	69,5	0,3	0,9
2001-2005	0,8	0,9	-0,1	2,8	2,8	2,9	68,4	0,4	0,3
2001	2,0	1,8	0,2	2,9	2,7	2,5	67,2	-0,6	0,1
2002	0,3	1,5	-1,2	2,1	2,2	3,5	67,7	-0,4	-0,3
2003	-1,0	0,9	-1,8	2,5	2,9	4,8	68,7	-0,4	-0,2
2004	1,8	0,3	1,5	3,2	3,3	1,7	68,8	1,7	1,0
2005	0,8	0,1	0,8	3,0	2,8	2,0	69,5	1,8	1,0
2006	2,0	1,7	0,2	3,0	2,4	2,2	71,1	2,5	0,9
2007	1,7	1,1	0,6	2,4	2,3	1,7	70,6	..	0,6
<i>Totale economia (9)</i>									
1996-2000	1,9	0,8	1,1	3,5	2,7	1,5	72,5	0,3	1,0
2001-2005	0,9	0,8	..	3,2	3,2	3,2	71,8	0,6	0,8
2001	1,9	1,8	0,1	3,5	3,2	3,0	70,5	-0,3	0,7
2002	0,4	1,3	-0,9	2,6	2,7	3,6	71,1	..	0,1
2003	-0,7	0,6	-1,3	3,2	3,7	5,1	72,2	0,2	0,5
2004	2,0	0,4	1,6	3,4	3,3	1,7	72,2	1,6	1,2
2005	0,8	0,2	0,7	3,4	3,2	2,5	72,8	1,5	1,4
2006	1,8	1,7	0,1	3,0	2,5	2,4	74,1	1,9	0,9
2007	1,6	1,0	0,6	2,1	1,9	1,4	73,6	-0,2	0,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti nazionali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Anno di riferimento 2000. – (2) Il prodotto è il valore aggiunto a prezzi base, quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2000. – (3) Nel 1998 l'introduzione dell'IRAP e la contestuale eliminazione di alcuni contributi a carico delle imprese hanno determinato una discontinuità nei dati. – (4) Rapporto tra il reddito da lavoro per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto a prezzi base, quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2000. – (5) Valori percentuali. – (6) Reddito da lavoro per unità standard di lavoro dipendente deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base. – (7) Retribuzione per unità standard di lavoro dipendente deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo. – (8) Includono commercio, alberghi, trasporti, comunicazioni, intermediazione creditizia, servizi vari a imprese e famiglie. – (9) Al netto della locazione dei fabbricati.

Figura 9.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti nazionali e Indagine sulle retribuzioni contrattuali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il divaricarsi tra retribuzioni di fatto e retribuzioni contrattuali è il risultato atteso degli accordi del 1992-93, in base ai quali i contratti nazionali di categoria si sarebbero dovuti limitare a tutelare il potere di acquisto dei minimi retributivi. Se la crescita della produttività del lavoro fosse proseguita sui ritmi dei decenni precedenti agli accordi, la contrattazione di secondo livello e gli altri incrementi concessi al di fuori dei contratti di categoria avrebbero presumibilmente ampliato in misura maggiore il divario tra retribuzione complessiva e minimi retributivi, determinando un aumento della dispersione delle retribuzioni tra imprese e territori. Nel decennio in corso il ristagno della produttività ha ridotto i margini per incrementi retributivi aziendali, frenandone la diffusione.

Mentre negli anni novanta le retribuzioni nel settore pubblico sono cresciute meno dei prezzi al consumo e di quelle private, nel decennio in corso esse sono aumentate a ritmi superiori, più che recuperando il ritardo accumulato (fig. 9.3). La maggior dinamica delle retribuzioni di fatto nel pubblico impiego sarebbe da imputare ai mutamenti nella composizione per età e qualifica dei dipendenti e agli incrementi concessi nella contrattazione di secondo livello e ai dirigenti, non inclusi nell'indice delle retribuzioni contrattuali (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

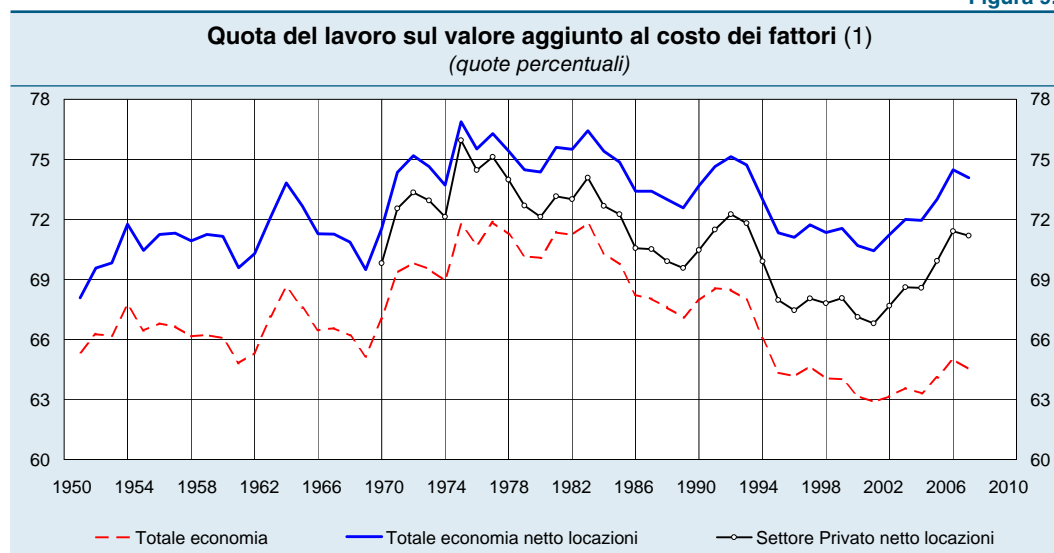
Il costo unitario del lavoro, che comprende gli oneri sociali a carico del datore di lavoro, nel 2007 è aumentato leggermente meno delle retribuzioni, dell'1,9 per cento nel totale dell'economia, del 2,3 nel settore privato.

Dal 2007 le imprese beneficiano di una riduzione della base imponibile dell'IRAP che non incide formalmente sul costo del lavoro e quindi sui dati menzionati, ma può esservi assimilata, in quanto prevede la deduzione dalla base imponibile dell'imposta di 5.000 euro per dipendente e dei contributi pagati ai lavoratori a tempo indeterminato (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica).

La crescita delle retribuzioni e del costo del lavoro, anche se moderata rispetto alla dinamica del costo della vita, è stata nel decennio superiore a quella, stagnante, della produttività del lavoro. Ne è disceso un recupero della quota del lavoro sul valore aggiunto, dopo la discesa degli anni novanta. Imputando ai lavoratori autonomi i redditi medi da lavoro dipendente del settore di appartenenza, nel totale dell'economia essa è salita dal 62,9 del 2001 al 64,5 per cento del 2007 (fig. 9.4).

Escludendo le locazioni dei fabbricati, la cui incidenza sul valore aggiunto è cresciuta ininterrottamente dall'inizio degli anni ottanta, la quota del lavoro è aumentata in misura maggiore, dal 70,4 del 2001 al 74,2 del 2007. Nel solo settore privato al netto delle locazioni si è passati dal 66,9 per cento al 71,5, tornando ai livelli dei primi anni novanta. Nei settori oggetto delle principali operazioni di privatizzazione la quota del lavoro si è assestata su livelli modesti, mentre nella manifattura la sua crescita è stata particolarmente forte. Secondo fonti sui bilanci di impresa, il recupero in questo settore sarebbe inferiore (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali).

Figura 9.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti Nazionali* e Prometeia.

(1) Calcolata imputando ai lavoratori autonomi il reddito medio pro capite del settore di appartenenza.

Il ristagno della produttività si è anche riflesso in una progressiva riduzione della competitività di costo dei prodotti nazionali. Nel 2007 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel settore privato al netto delle locazioni è aumentato dell'1,7 per cento, in rallentamento rispetto al 2,2 del 2006. Nell'industria in senso stretto, l'incremento è stato del 2,5 per cento, come nell'anno precedente. Nel periodo 1997-2007 il CLUP nel settore è aumentato in media di circa il 2,0 per cento, rispetto a una crescita dell'1,0 per cento in Spagna e a una riduzione di circa l'1 per cento in Francia e in Germania.

La regolamentazione del mercato del lavoro

Lo scorso luglio è stato siglato dal Governo e dalle parti sociali il *Protocollo su previdenza, lavoro e competitività per l'equità e la crescita sostenibili*, le cui linee fondamentali sono state successivamente recepite dalla legge 24 dicembre 2007, n. 247. Il documento, oltre a prevedere alcune modifiche alla normativa sulle pensioni (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*), esponeva tre principali indirizzi in materia di ammortizzatori sociali e mercato del lavoro: una maggiore generosità degli istituti a sostegno del reddito; un'azione di contrasto al lavoro precario, anche ridefinendo alcune forme contrattuali previste dalla legge 30 del 2003; l'introduzione di incentivi per la crescita della produttività.

In tema di ammortizzatori sociali sono stati definiti un aumento dell'indennità ordinaria di disoccupazione e un'estensione della sua durata. Il disegno di una riforma

più ampia, ispirata a criteri di universalità dei benefici e volta al superamento della segmentazione delle tutele, è stato inserito in una legge delega. Per il mercato del lavoro, la legge 247 del 2007 pone un limite di 36 mesi alla reiterazione dei contratti a termine, superabile attraverso un unico rinnovo, stipulato con l'assistenza sindacale presso la Direzione provinciale del lavoro e di durata stabilita dalla contrattazione collettiva; salvo estensione, allo scadere dei 36 mesi il contratto è rinnovabile solo a tempo indeterminato. Pur non alterando l'impianto generale della legge 30 del 2003, sono stati aboliti il contratto di somministrazione di lavoro a tempo indeterminato (*staff leasing*) e il lavoro a chiamata (*job on call*), salvo deroghe per quest'ultimo a beneficio di specifici settori. Sono stati introdotti sgravi in favore delle aziende e dei lavoratori per gli incrementi retributivi collegati alla produttività e ai risultati aziendali, prevedendo che i premi valgano ai fini del calcolo della pensione ed elevando il tetto del premio già ammesso agli sgravi dal 1997. Si è infine abolita la contribuzione aggiuntiva che gravava sugli straordinari in misura differenziata a seconda della dimensione aziendale, del settore e del numero di ore lavorate.

Il 21 maggio scorso il nuovo Governo ha deciso di introdurre in via sperimentale per il periodo dal 1° luglio al 31 dicembre 2008 un'imposta sostitutiva pari al 10 per cento per i redditi derivanti dal lavoro straordinario e da componenti retributive legate all'efficienza e alla redditività aziendale. Il provvedimento interesserà i soli lavoratori del settore privato con reddito annuo da lavoro dipendente non superiore ai 30.000 euro. L'imposta sostitutiva si potrà applicare a un importo massimo di 3.000 euro.

I provvedimenti di sgravio fiscale sulla contrattazione di secondo livello e sulla remunerazione del lavoro straordinario vanno nella direzione di ridurre gli alti oneri che gravano sul costo del lavoro in Italia e i disincentivi all'offerta di lavoro individuale; possono contribuire alla riduzione dell'evasione fiscale. Ne andrà valutato l'effetto sulla produttività. I premi aziendali mostrano spesso una scarsa differenziazione all'interno dell'impresa e sembrano poco correlati ai risultati. A differenza di riduzioni generalizzate del cuneo fiscale, provvedimenti di sgravio del lavoro straordinario e dei premi aziendali coinvolgono solo i dipendenti delle imprese che vi ricorrono, soprattutto le grandi, dove le retribuzioni sono relativamente più elevate, possono ridurre il ricorso ad altre forme di flessibilità, come i contratti temporanei, e possono determinare comportamenti opportunistici volti a beneficiare degli incentivi.

In base alla rilevazione sulle forze di lavoro, nel 2007 il 9,1 per cento degli occupati dipendenti aveva svolto lavoro straordinario nella settimana di riferimento. La quota è più alta tra gli uomini che tra le donne (rispettivamente, 11,0 e 6,7 per cento) e nelle regioni del Nord (11,1 per cento) che in quelle del Centro (10,0 per cento) e del Mezzogiorno (4,9 per cento). L'incidenza del lavoro straordinario nel corso del decennio è rimasta relativamente costante: secondo i dati dell'indagine Invid della Banca d'Italia, la quota di ore di lavoro straordinario è rimasta stabile intorno al 4 per cento circa del monte ore totale nelle imprese industriali con almeno 20 addetti e al 5,5 per cento in quelle dei servizi. Occorre tener conto che le imprese dispongono di diversi strumenti di flessibilità, da utilizzare per fronteggiare i picchi produttivi, come le rimodulazioni dell'orario di lavoro ordinario o il lavoro interinale. Dal momento dell'introduzione di questo istituto nel 1998, le ore di lavoro interinale sono cresciute senza soluzione di continuità, fino a raggugiarsi nel 2007 al 3,0 per cento del monte ore nell'industria in senso stretto e all'1,2 per cento nei servizi privati non finanziari.

La distribuzione personale delle retribuzioni e dei redditi familiari

Secondo l'indagine campionaria biennale della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, tra il 2004 e il 2006 le retribuzioni reali mensili pro capite dei lavoratori dipendenti (tav. 9.4) sono cresciute, al netto delle imposte e dei contributi sociali, dello 0,7 per cento all'anno, contro l'1 per cento circa nel biennio precedente. L'aumento è

stato leggermente maggiore per gli uomini. Le retribuzioni sono salite in media più nel Mezzogiorno che al Centro Nord (rispettivamente, 1,0 e 0,7 per cento), contrariamente a quanto avvenuto nel biennio precedente. La dinamica retributiva è stata leggermente più elevata se si considerano i soli lavoratori dipendenti a tempo pieno (1,0 per cento), soprattutto tra le donne (1,4 per cento). Hanno registrato una leggera diminuzione sia gli indici di disuguaglianza sia la quota dei lavoratori a bassa retribuzione.

Tavola 9.4

Retribuzioni reali nette mensili (1) (valori in euro a prezzi 2006, valori assoluti e valori percentuali)						
VOCI	1995	1998	2000	2002	2004	2006
Totale lavoratori dipendenti						
Retribuzioni medie	1.320	1.292	1.310	1.338	1.364	1.384
<i>Maschi</i>	1.446	1.401	1.430	1.451	1.479	1.507
<i>Femmine</i>	1.129	1.133	1.134	1.176	1.199	1.218
<i>Centro Nord</i>	1.348	1.343	1.362	1.387	1.419	1.439
<i>Mezzogiorno</i>	1.252	1.170	1.177	1.212	1.214	1.238
Indice di Gini (2)	0,234	0,241	0,240	0,251	0,242	0,233
Rapporto interdecilico (3)	2,8	3,1	3,1	2,9	3,0	2,8
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	13,7	18,3	16,9	17,8	18,1	16,3
<i>Maschi</i>	8,2	13,0	11,2	10,6	12,0	10,0
<i>Femmine</i>	22,0	25,9	25,4	28,0	26,7	24,7
<i>Centro Nord</i>	11,4	14,4	13,3	14,9	15,5	13,8
<i>Mezzogiorno</i>	19,2	27,6	26,5	24,9	25,1	22,8
Lavoratori dipendenti a tempo pieno						
Retribuzioni medie	1.360	1.358	1.377	1.410	1.423	1.453
<i>Maschi</i>	1.456	1.439	1.458	1.480	1.498	1.529
<i>Femmine</i>	1.197	1.224	1.236	1.292	1.294	1.330
<i>Centro Nord</i>	1.393	1.403	1.422	1.458	1.482	1.514
<i>Mezzogiorno</i>	1.282	1.248	1.255	1.288	1.261	1.293
Indice di Gini (2)	0,220	0,216	0,217	0,228	0,225	0,212
Rapporto interdecilico (3)	2,4	2,6	2,4	2,6	2,5	2,4
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	9,7	12,2	10,6	11,3	12,7	10,0
<i>Maschi</i>	7,5	9,8	9,0	8,0	10,4	8,2
<i>Femmine</i>	13,5	16,1	13,4	16,9	16,4	12,7
<i>Centro Nord</i>	7,0	8,6	7,4	8,6	9,7	7,2
<i>Mezzogiorno</i>	16,3	20,9	19,3	18,4	20,6	17,1

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, *Archivio storico* (versione 5.0, febbraio 2008). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Attività lavorative dipendenti principali (esclusi quindi i secondi lavori). Le retribuzioni sono deflazionate con l'indice del costo della vita e sono al netto delle imposte e dei contributi previdenziali e assistenziali. I valori in lire fino al 1998 sono convertiti in euro sulla base della parità di 1936,27 lire per un euro. – (2) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (3) Rapporto tra la retribuzione corrispondente al 9° decile più elevato e quella corrispondente al 1° decile più basso. – (4) Quote percentuali. Secondo la definizione dell'OCSE, "bassa retribuzione" è quella inferiore ai 2/3 del valore mediano della distribuzione delle retribuzioni dei lavoratori a tempo pieno.

Nel biennio 2005-06 l'aumento del reddito complessivo "equivalente" disponibile delle famiglie italiane, sostenuto dall'espansione dell'occupazione, è stato del 2,1 per cento all'anno in termini reali, all'incirca come nel biennio precedente (tav. 9.5). L'au-

mento risulta di analoga entità se si escludono dal reddito familiare le rendite imputate ai proprietari per le abitazioni di residenza.

Tavola 9.5

Reddito reale familiare equivalente disponibile (1) (valori in euro a prezzi 2006, valori assoluti)						
VOCI (2)	1995	1998	2000	2002	2004	2006
Reddito equivalente medio	15.839	16.926	17.130	17.531	18.301	19.063
<i>Centro Nord</i>	18.396	19.950	19.975	20.651	21.630	22.302
<i>Mezzogiorno</i>	11.368	11.615	12.111	11.979	12.297	13.120
<i>Operaio, apprendista, commesso</i>	12.581	12.636	12.774	12.929	12.859	13.524
<i>Impiegato, quadro, insegnante</i>	18.766	18.278	18.949	19.198	19.680	19.965
<i>Dirigente</i>	31.925	33.362	32.871	38.309	36.041	41.171
<i>Lavoratore autonomo</i>	18.632	22.828	21.078	21.946	25.601	26.887
<i>Pensionato</i>	14.312	15.644	16.312	16.258	16.485	17.388
<i>Inoccupato non pensionato</i>	4.969	6.740	6.881	6.273	9.382	7.404
<i>1 componente</i>	14.968	17.449	17.468	17.082	20.959	22.024
<i>2 componenti</i>	17.772	19.566	19.610	19.925	20.881	21.150
<i>3 componenti</i>	17.817	18.533	18.739	20.152	19.083	19.518
<i>4 componenti</i>	15.113	15.781	16.018	16.326	17.441	18.013
<i>5 e più componenti</i>	12.920	13.119	13.211	12.811	12.415	14.853
<i>Abitazione di residenza di proprietà</i>	17.572	18.744	18.865	19.238	20.241	21.074
<i>Abitazione di residenza in affitto</i>	12.209	12.978	13.063	13.330	13.838	14.010
Indice di Gini (3)	0,337	0,348	0,335	0,330	0,343	0,338
<i>Centro Nord</i>	0,299	0,314	0,293	0,292	0,306	0,305
<i>Mezzogiorno</i>	0,357	0,350	0,357	0,329	0,334	0,324
Rapporto interdecilico (4)	4,7	4,8	4,6	4,4	4,5	4,4

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, *Archivio storico* (versione 5.0, febbraio 2008). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi degli affitti imputati sulle abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette, divisi per il deflatore dei consumi nazionali delle famiglie di contabilità nazionale e resi comparabili con la scala di equivalenza dell'OCSE modificata (la quale attribuisce valore 1 al primo componente adulto, 0,7 a ogni altro componente di età superiore a 13 anni e 0,5 a ogni componente di età uguale o inferiore a 13 anni). Le osservazioni sono pesate per il numero di persone, tranne che nel calcolo delle quote delle famiglie a basso reddito che sono pesate per famiglia. I valori in lire fino al 1998 sono convertiti in euro sulla base della parità di 1936,27 lire per un euro. – (2) La condizione occupazionale è quella del capofamiglia, identificato con il maggior percettore di reddito da lavoro o pensione. – (3) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (4) Rapporto tra il reddito disponibile equivalente corrispondente al 9° decile più elevato e quello corrispondente al 1° decile più basso.

Per approssimare il livello di benessere economico degli individui si calcola il reddito complessivo percepito da una famiglia, al netto delle imposte e dei contributi sociali, e lo si corregge con la scala di equivalenza utilizzata dall'Eurostat per tenere conto della composizione familiare e delle economie di scala che derivano dalla coabitazione.

Tra il 2004 e il 2006 i redditi equivalenti delle famiglie di lavoratori autonomi sono cresciuti a un tasso annuo del 2,5 per cento in termini reali; per le famiglie degli operai l'incremento è stato del 2,6 e per quelle dei pensionati del 2,7 per cento. La crescita dei redditi è stata maggiore per le famiglie dei dirigenti, 6,9 per cento; molto inferiore per quelle degli impiegati (0,7 per cento).

Dal 1995 la crescita più sostenuta è stata registrata dalle famiglie con a capo un lavoratore autonomo (3,4 per cento all'anno in termini reali), seguite da quelle di dirigenti (2,3 per cento) e pensionati (1,8 per cento). Per le famiglie degli operai e degli impiegati l'incremento medio annuo è stato più modesto (0,7 e 0,6 per cento rispettivamente).

I redditi familiari equivalenti sono cresciuti dal 1995 a un tasso medio annuo dell'1,7 per cento in termini reali. L'aumento al Centro Nord è stato più elevato di quello del Mezzogiorno (rispettivamente, 1,8 e 1,3 per cento), anche se tra il 2004 e il 2006 la crescita è stata più sostenuta in quest'ultima area (3,3 contro 1,5 per cento). Il reddito medio delle famiglie meridionali, che nel 1995 era il 61,8 per cento di quello delle famiglie del Centro Nord, è sceso al 56,9 per cento nel 2004, per risalire al 58,8 nel 2006.

L'indice di concentrazione di Gini dei redditi familiari equivalenti si è ridotto dal 34,3 per cento nel 2004 al 33,8 nel 2006. Il livello della disuguaglianza in Italia si mantiene tra i più elevati dei paesi avanzati e simile a quello degli altri paesi del sud Europa, dell'Irlanda e del Regno Unito. Ciò risente dell'ineguale distribuzione del lavoro tra le famiglie italiane, unita al minor effetto redistributivo dei trasferimenti sociali rispetto agli altri paesi europei. In particolare, il basso tasso di occupazione nel Mezzogiorno, soprattutto quello femminile, amplifica i differenziali di reddito nell'area e di questa rispetto al Centro Nord, contribuendo in misura notevole alla disuguaglianza complessiva misurata dall'indice di Gini. Considerando le sole famiglie residenti al Centro Nord, l'indice si riduce notevolmente, a livelli comparabili con quelli dei paesi dell'Europa continentale.

La quota di famiglie a basso reddito – ovvero quelle che hanno un reddito equivalente disponibile inferiore alla metà del valore mediano – è rimasta stabile intorno al 12 per cento. Il numero delle persone che vivono in queste famiglie è sceso dal 15,0 al 14,3 per cento del totale, valore sostanzialmente in linea con quello medio del periodo 1995-2006. L'incidenza delle famiglie a basso reddito rimane più elevata tra le famiglie numerose, tra quelle che vivono in un'abitazione in affitto e tra quelle meridionali.

Queste statistiche offrono una visione statica delle opportunità economiche delle persone. Esse non forniscono informazioni sul loro grado di mobilità lungo la distribuzione dei redditi, né permettono di valutare come le condizioni economiche dei genitori si riflettano sulle opportunità di reddito dei figli. Da un esercizio condotto sui dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie, emerge che il luogo di nascita e le caratteristiche dei genitori hanno un impatto elevato e crescente nel tempo sui risultati ottenuti dai lavoratori nati tra il 1940 e il 1974.

L'elevata correlazione tra caratteristiche delle famiglie e risultati sul mercato del lavoro dipenderebbe dalla forte persistenza dei livelli di istruzione e della condizione professionale tra generazioni, non intaccata dall'elevamento nel tempo della scuola dell'obbligo e dall'evoluzione del mercato del lavoro e delle professioni. La mobilità intergenerazionale, misurata dalla correlazione tra i redditi da lavoro dei padri e dei figli, appare bassa nel confronto internazionale, simile a quella stimata per gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Francia e inferiore a quella calcolata per il Canada e i paesi nordici.

10. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE POLITICHE STRUTTURALI

Nel biennio 2006-07 il prodotto interno lordo italiano è cresciuto in media dell'1,6 per cento, un tasso doppio di quello registrato nel quinquennio precedente. La produttività del lavoro, che era addirittura diminuita nella prima parte del decennio, si è confermata sul sentiero di lenta risalita intrapreso nel 2004. Le esportazioni di beni sono aumentate significativamente (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

I dati sulla demografia di impresa e il leggero aumento della dimensione aziendale media suggeriscono che è in atto una ristrutturazione di parti del sistema produttivo italiano, caratterizzata da una marcata eterogeneità di performance tra imprese all'interno dei singoli settori. Quelle che più hanno accresciuto il valore aggiunto e la produttività si distinguono per la capacità di realizzare significative innovazioni nelle strategie aziendali, con impiego di forza lavoro più qualificata, rinnovo della gamma dei prodotti, investimenti sul marchio e internazionalizzazione della produzione e della rete di fornitori.

Problemi statistici potrebbero alterare la percezione del quadro economico effettivo. La recente revisione degli indici di commercio estero si è riflessa in una significativa revisione al rialzo del tasso di crescita medio annuo della produttività nel decennio 1996-2005; potrebbe tuttavia permanere una sottostima della performance internazionale dei nostri prodotti, soprattutto nell'ultimo biennio (cfr. il riquadro: *La recente revisione statistica dei valori medi unitari e delle quantità delle esportazioni e importazioni italiane*, in *Bollettino economico*, n.52, 2008). Secondo alcune fonti statistiche la redditività delle imprese appare più elevata che nei dati di contabilità nazionale: un'eventuale revisione potrebbe indurre a modificare al rialzo la dinamica del valore aggiunto e della produttività.

Alcune azioni di politica economica volte a facilitare la riorganizzazione del sistema produttivo hanno posto maggiore enfasi sull'obiettivo di ridurre i costi di produzione e incentivare l'innovazione. Il quadro normativo per l'attività d'impresa è migliorato con riferimento alla disciplina del fallimento e del diritto societario. Anche se non si segnalano ancora grandi cambiamenti negli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane, le innovazioni legislative cominciano a manifestare i primi effetti, come una evoluzione verso strutture meno accentrate e più aperte ad azionisti stranieri.

L'efficienza dei servizi non esposti alla concorrenza internazionale e delle amministrazioni pubbliche presenta ancora aspetti problematici. In alcuni settori di pubblica utilità gli ex monopolisti continuano a beneficiare di un elevato potere di mercato. Nei servizi locali, l'efficacia dei processi di liberalizzazione avviati negli anni novanta è stata scarsa: la frammentazione resta elevata; limitati sono stati i miglioramenti nella qualità del servizio; non è stata realizzata una significativa separazione tra regolatore e gestore.

Permane elevata la produzione normativa, con mutamenti frequenti e disorganici delle regole, scarsa uniformità di interpretazione della legge. Il sistema della giustizia civile continua a mostrare rilevanti aspetti critici; i tempi eccessivamente lunghi nella definizione delle controversie finiscono con il rendere incerte e inefficaci le stesse norme. Pesano soprattutto carenze nella organizzazione delle risorse e un contenzioso significativamente superiore a quello dei principali paesi europei.

Le dinamiche settoriali

Il sistema produttivo italiano si è diffusamente indebolito nel periodo 2001-05. Nell'industria manifatturiera, che nel complesso ha registrato tassi di crescita negativi sia del valore aggiunto (-0,8 per cento in media all'anno) sia della produttività del lavoro (-0,5 per cento), l'arretramento è stato più forte nel settore dei mezzi di trasporto, che ha risentito delle difficoltà della principale impresa italiana, e in quelli tradizionali (cuoio e calzature, tessile e abbigliamento, legno; tav. 10.1).

Tavola 10.1

Valore aggiunto e produttività del lavoro per settore di attività economica (valori percentuali medi annui)									
Settori	Quota sul valore aggiunto totale nel 2007 (1)	Valore aggiunto (2)				Produttività (3)			
		1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007
INDUSTRIA	27,4	0,9	1,1	0,1	1,1	2,6	1,0	-0,5	0,0
Industria in senso stretto	21,0	1,5	1,1	-0,6	1,0	3,6	1,3	-0,2	0,0
Estrattive	0,4	1,5	1,9	-3,0	-2,3	7,7	2,9	-3,3	0,7
Attività manifatturiere	18,6	1,6	1,1	-0,8	1,1	3,7	1,3	-0,5	0,0
Alimentari	1,8	1,6	2,2	-1,1	-0,8	1,9	2,8	-0,9	-2,5
Tessile e abbigliamento	1,5	1,6	-0,5	-3,6	0,0	5,3	2,8	-1,3	2,3
Cuoio e calzature	0,5	1,8	-2,5	-3,7	-3,1	4,5	-0,6	0,5	-3,1
Legno	0,4	0,9	2,8	-2,4	-4,0	2,6	3,8	-0,4	-2,9
Carta, stampa ed editoria	1,0	1,5	1,0	-0,9	-1,5	3,2	1,3	-0,5	-1,2
Petroliere	0,5	9,7	-9,7	-8,8	2,5	12,1	-10,7	-7,9	3,3
Chimica	1,3	1,0	1,7	-0,6	0,6	5,0	1,9	-0,1	0,5
Gomma e plastica	0,8	3,3	2,7	-0,6	1,9	2,8	0,0	1,1	2,2
Trasformazione di minerali	1,1	-0,7	1,5	0,6	0,5	3,4	1,8	0,4	-0,1
Metallurgia	3,4	3,6	1,6	1,2	2,2	5,3	0,2	0,1	-1,6
Meccanica	2,7	1,9	2,2	0,7	4,3	2,7	0,4	-0,7	2,7
Elettromeccanica	1,9	1,4	1,9	0,1	1,2	3,4	1,5	-0,5	-1,7
Mezzi di trasporto	1,0	-4,0	1,2	-3,5	2,7	0,0	1,7	-1,8	-0,5
Altre industrie manifatturiere	0,9	3,1	0,5	-1,8	-0,2	2,9	1,2	-1,6	1,7
Energia, gas e acqua	2,0	0,7	0,1	2,3	0,6	2,9	2,9	4,3	2,6
Costruzioni	6,4	-1,8	1,0	2,8	1,6	-1,3	0,0	-0,5	0,0
SERVIZI	72,6	1,4	2,0	1,2	1,9	1,5	0,5	0,0	0,3
di cui:									
Commercio	11,4	1,8	0,8	-0,1	1,3	3,5	0,4	-0,5	0,4
Alberghi e ristoranti	3,9	2,1	3,8	-1,1	2,4	1,3	1,4	-3,4	1,3
Trasporti e comunicazioni	7,7	3,5	4,3	3,4	2,2	4,5	2,2	2,4	0,4
Credito e assicurazioni	5,0	1,6	3,0	1,4	6,1	1,5	3,4	1,0	3,5
Servizi a imprese e famiglie	23,2	0,9	2,5	1,7	2,0	-0,6	-3,3	-1,7	-1,5
TOTALE	100,0	1,3	1,7	0,9	1,7	1,9	0,7	-0,1	0,3

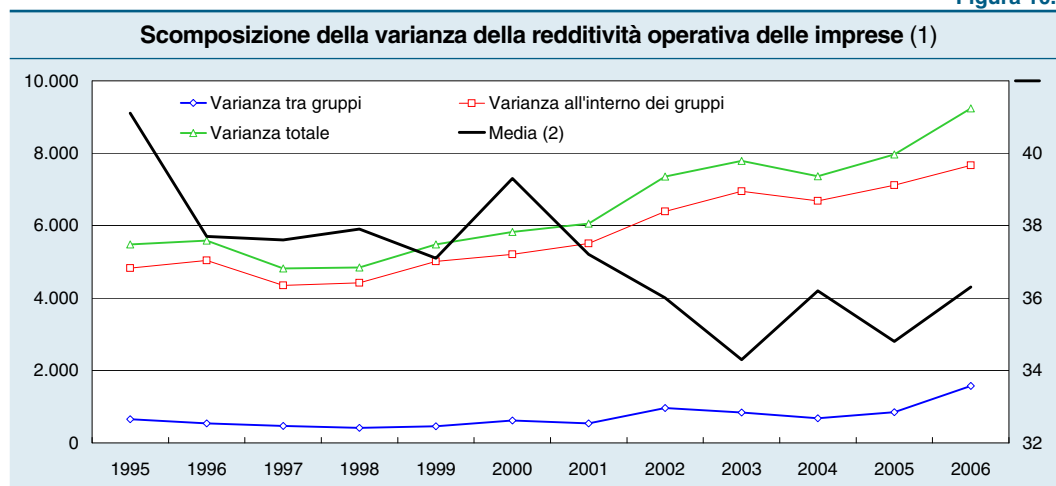
Fonte: Istat, *Conti nazionali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
 (1) Al costo dei fattori; valori a prezzi correnti. – (2) Al costo dei fattori; quantità a prezzi concatenati. – (3) Valore aggiunto al costo dei fattori per unità di lavoro; quantità a prezzi concatenati.

Nel biennio 2006-07 si è registrato un miglioramento in quasi tutti i settori, con la significativa eccezione della fabbricazione di prodotti in legno, cuoio e calzature. Ritornando sui ritmi di crescita della seconda metà degli anni novanta, il valore aggiunto nel settore dei servizi si è espanso dell'1,9 per cento in media all'anno, quello nell'industria manifatturiera dell'1,1. La produttività, che ha ripreso a crescere nei servizi, è rimasta stazionaria nella manifattura. L'accelerazione del valore aggiunto è stata particolarmente netta nei settori delle macchine e degli apparecchi meccanici (4,3 per cento), dove si registra anche un netto recupero della produttività (2,7 per cento), e in quello dei mezzi di trasporto (2,7 per cento).

Pur a fronte di un incremento contenuto del costo del lavoro per unità di lavoro dipendente, l'andamento della produttività ha determinato dal 2000 una notevole riduzione della redditività media. La flessione è stata particolarmente marcata nel settore manifatturiero, dove la quota dei profitti si sarebbe riportata sui livelli modesti della seconda metà degli anni settanta; secondo i dati di contabilità nazionale, la quota del risultato lordo di gestione sul valore aggiunto si è ridotta di ben sette punti, dal 45 per cento del 2000 al 38 del 2006, per stabilizzarsi nel 2007. La riduzione della redditività appare generalizzata a tutti i settori manifatturieri, più rilevante nei comparti tradizionali e in quello dei mezzi di trasporto.

Le indagini dell'Istat presso le imprese e l'Archivio Cerved delle società di capitali offrono un quadro meno negativo, segnalando invece una stabilizzazione della redditività dal 2004. Qualora la differenza di redditività tra i dati Cerved e quelli di contabilità nazionale non fosse imputabile a un minor costo totale del lavoro, la dinamica del valore aggiunto e quella della produttività del lavoro dell'industria manifatturiera potrebbero essere sottostimate nei conti nazionali di circa un punto percentuale all'anno nel periodo 2004-06. Queste revisioni si aggiungerebbero a quelle appena effettuate in seguito alla diffusione dei nuovi numeri indici del commercio estero, che hanno comportato una revisione al rialzo della dinamica della produttività di circa 0,6 punti percentuali all'anno nel periodo 1996-2005 (cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi).

Figura 10.1



Fonte: Archivio Cerved delle società di capitale.

(1) La redditività operativa di un'impresa è calcolata come rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto. La somma degli scarti al quadrato (varianza totale) della redditività operativa delle imprese è suddivisa nella deviazione di ogni osservazione dalla media del gruppo (varianza all'interno dei gruppi) e nella deviazione della media del gruppo dalla media generale (varianza tra gruppi). I gruppi considerati sono: i settori a 3 cifre della classificazione Ateco1991, le 103 province italiane e dieci classi dimensionali calcolate in base al fatturato. – (2) Scala di destra.

Il periodo di difficoltà si è riflesso in un notevole aumento della dispersione della redditività tra le imprese. Nella media del periodo 2002-06 la dispersione è aumentata del 50 per cento rispetto a quella prevalente nella seconda metà degli anni novanta (fig. 10.1).

Poiché all'incremento hanno contribuito in modo marginale variabili come il settore di appartenenza, la localizzazione geografica e la dimensione di impresa, l'attuale fase di aggiustamento del sistema produttivo italiano appare caratterizzarsi per una marcata eterogeneità di performance tra le imprese.

Le imprese

Secondo i dati dell'Istat sulla demografia di impresa, tra il 2000 e il 2004 in Italia il numero di imprese è aumentato di circa 33.000 unità: si è ridotto il numero delle imprese del commercio (73.000) e dell'industria in senso stretto (33.000), soprattutto nei settori tradizionali; è invece aumentato il numero di imprese operanti nelle costruzioni (39.000) e negli altri servizi (99.000), tra i quali, in particolare, poste e telecomunicazioni, informatica, ricerca e sviluppo.

I dati delle Camere di commercio – non perfettamente confrontabili con quelli dell'Istat perché non escludono creazioni e cessazioni dovute a fusioni e scorpori e a mutamenti solo anagrafici – indicano per gli ultimi anni una tendenza alla riduzione del tasso di crescita del numero delle imprese (0,75 per cento nel 2007, da 1,2 nel 2006 e 1,6 nel 2005); questo fenomeno è quasi interamente dovuto all'accelerazione delle cessazioni (11,4 per cento nel 2007, da 7,9 nel 2006 e 1,3 nel 2005) che in valore assoluto si sono collocate sul livello (390.000 unità) più elevato dal 1993, anno di forte crisi dell'economia italiana.

L'apparente paradosso dell'accelerazione delle cessazioni di imprese in una fase di ripresa della produzione indicherebbe che il sistema produttivo sta attraversando un processo di "distruzione creativa", caratterizzato dall'espulsione delle imprese meno produttive e dalla riallocazione di quote di produzione verso quelle migliori, già presenti o nascenti. Ulteriore sostegno a questa ipotesi viene dal seppur lieve aumento della dimensione aziendale media e dalla maggiore frequenza delle cessazioni nei settori più esposti alla concorrenza dei paesi in via di sviluppo e tra le imprese più piccole e meno capitalizzate.

I settori tradizionali, in cui opera un terzo delle imprese manifatturiere, hanno contribuito nel 2007 per oltre il 70 per cento alla riduzione del numero di tali imprese. Tra le ditte individuali il tasso di mortalità ha sopravanzato quello di natalità di oltre 30 punti percentuali, mentre è cresciuto il numero delle società di capitali.

Secondo un'analisi empirica condotta sul campione di imprese manifatturiere della Banca d'Italia (Invind), nel periodo 2000-06 i tassi di crescita medi annui del valore aggiunto e della produttività del lavoro sono risultati, a parità di settore di appartenenza e di localizzazione geografica, più elevati al crescere della dimensione di impresa e al ridursi della quota di operai sul totale della forza lavoro. La crescita e l'efficienza delle imprese hanno tratto beneficio dall'attuazione di drastici cambiamenti nelle strategie aziendali, in particolare dal rinnovamento della gamma dei prodotti, dai maggiori investimenti sul marchio e dall'avvio di operazioni di internazionalizzazione. Il successo delle imprese sembra dipendere in misura crescente dalle attività, diverse dalla produzione fisica dei beni, connesse con la creazione del prodotto e del marchio, la commercializzazione e l'assistenza post vendita. Queste attività "terziarie" permettono alle imprese di andare oltre la pura concorrenza di prezzo, fornendo un

prodotto caratterizzato e differenziato; imponendo alti costi fissi, in particolare quelli insiti nel dotarsi di una organizzazione interna integrata e digitalizzata, esse tuttavia richiedono un'adeguata dimensione di impresa: secondo l'ultima indagine Inwind nel 2007 soltanto il 34 per cento delle imprese manifatturiere con 20-49 addetti ha svolto, direttamente o attraverso esternalizzazione, queste attività, contro il 70 per cento delle imprese con oltre 500 addetti.

Secondo una recente indagine dell'Istat, nel periodo 2001-06 circa il 13,4 per cento delle imprese con almeno 50 addetti ha internazionalizzato, in tutto o in parte, la propria attività; l'avvio di processi di internazionalizzazione è più diffuso tra le imprese manifatturiere (20,1 per cento) e, all'interno della manifattura, tra quelle con almeno 250 addetti (48,1 per cento). Quasi tre quarti delle imprese internazionalizzate hanno trasferito all'estero attività precedentemente svolte in Italia, per lo più al loro interno. Per le imprese industriali il trasferimento all'estero riguarda soprattutto l'attività produttiva principale, anche se frequenti sono le scelte di internazionalizzare funzioni aziendali a supporto dell'attività produttiva, in particolare il marketing, le vendite, i servizi di post vendita, la distribuzione e la logistica.

Spesso l'internazionalizzazione avviene attraverso la sostituzione di subfornitori domestici con subfornitori esteri. Da un approfondimento specifico inserito nell'ultima indagine Inwind, tra il 2004 e il 2007 nelle imprese manifatturiere con almeno 50 addetti la quota degli acquisti da imprese estere è salita dal 34,7 al 37,3 per cento del valore complessivo degli acquisti di merci in subfornitura; l'incremento riflette per circa un quarto nuove relazioni produttive con imprese localizzate in Cina e in India. Poiché i costi fissi associati alla ricerca di un fornitore, alla definizione del rapporto di collaborazione, all'attività di monitoraggio del prodotto sono più elevati quando l'impresa fornitrice è localizzata all'estero, le aziende italiane che si rivolgono a subfornitori esteri sono, come emerge da un'analisi condotta su dati di fonte Mediocredito-Capitalia, mediamente più grandi e più produttive di quelle che utilizzano soltanto fornitori italiani.

La crescente pressione competitiva dei paesi emergenti sui mercati nazionale e internazionale e la disciplina del cambio indotta dall'adozione dell'euro sono tra i principali fattori che hanno messo in moto la ristrutturazione del sistema produttivo italiano, attraverso un'intensa riallocazione di risorse all'interno dei settori in favore delle imprese più efficienti e profondi cambiamenti nelle strategie aziendali.

Secondo un nostro studio econometrico basato su un campione di imprese manifatturiere italiane con oltre 50 addetti, la pressione competitiva cinese ha influenzato le scelte di prezzo e quindi i profitti delle imprese. Tenendo conto dei cambiamenti nella domanda, nei costi di produzione, nella struttura di mercato e nel grado di penetrazione delle importazioni, un incremento, a livello settoriale, della quota di mercato mondiale della Cina di un punto percentuale determina una riduzione della dinamica dei prezzi di vendita praticati dalle imprese italiane dell'ordine di due decimi di punto. Questo effetto è limitato ai settori meno avanzati tecnologicamente, in cui la concorrenza è per lo più basata sul prezzo, ed è più forte per le imprese meno efficienti.

Contrariamente all'ipotesi che la disciplina imposta dalla forza dell'euro sia alla base della recente crisi di competitività delle imprese italiane, l'evidenza indica come l'euro possa aver innescato un meccanismo virtuoso di riorganizzazione dell'attività produttiva, analogo a quanto accaduto, ad esempio, negli anni successivi all'ingresso della lira nello SME. Utilizzando dati settoriali per i singoli paesi dell'area dell'euro e per Danimarca, Regno Unito e Svezia, scelti come gruppo di controllo, stimiamo che la dinamica della produttività del lavoro tra il 1998 e il 2005 sia stata più intensa nei paesi dell'area che in passato avevano fatto maggiore ricorso a deprezzamenti del cambio effettivo reale; l'effetto appare più forte nei settori che più probabilmente avevano beneficiato dei deprezzamenti. I guadagni di produttività, che possono riflettere sia riallocazioni di risorse all'interno dei settori sia miglioramenti di efficienza a livello di singola impresa, non si sarebbero accompagnati a una riduzione dell'occupazione.

Le politiche di incentivazione

Secondo la Commissione europea nella media dei paesi della UE-25 le risorse erogate per politiche di sostegno all'industria e ai servizi (escluso il settore dei trasporti) sono

ammontate allo 0,4 per cento del PIL nel triennio 2004-06, un decimo di punto in meno rispetto al triennio precedente. Nel 2006 la spesa per politiche di sostegno variava tra lo 0,7 per cento del PIL della Germania (16 miliardi di euro, pari a un terzo del totale della UE-25; tav. 10.2) e lo 0,25 dei Paesi Bassi e del Regno Unito; l'Italia era allo 0,3 per cento.

Tavola 10.2

Incentivi pubblici per obiettivi orizzontali e settoriali nel 2006 (quote percentuali sul totale, salvo diverse indicazioni)										
Paesi	Obiettivi orizzontali								Aiuti settoriali (1)	Totale incentivi (milioni di €)
	Totale	Ambiente e risparmio energetico	Sviluppo regionale	Ricerca e sviluppo	PMI	Formazione professionale	Incentivi all'occupazione	Altri obiettivi orizzontali		
UE-25	85	29	19	14	11	1	7	4	15	47.903
di cui:										
Austria	51	20	7	10	12	..	1	1	49	1.551
Belgio	98	20	18	20	31	3	3	3	2	884
Danimarca	96	34	..	7	..	..	51	3	4	1.021
Finlandia	97	36	12	27	6	..	7	7	3	590
Francia	97	1	19	23	26	1	19	8	3	7.382
Germania	85	50	19	11	3	..	..	1	15	16.003
Grecia	90	6	65	2	8	..	5	5	10	319
Irlanda	80	1	25	14	16	3	7	15	20	491
Italia	96	3	21	19	33	6	7	6	4	3.843
Lussemburgo	100	6	16	29	33	..	..	16	..	45
Paesi Bassi	97	68	2	21	1	..	1	5	3	1.270
Polonia	85	1	33	3	7	4	37	..	15	1.230
Portogallo	14	..	3	..	5	3	3	..	86	1.418
Regno Unito	90	35	19	18	5	4	1	8	10	3.096
Repub. Ceca	100	3	44	27	18	2	6	..	..	584
Slovacchia	95	..	76	2	10	4	1	1	5	199
Slovenia	88	3	31	13	20	1	11	8	12	147
Spagna	72	5	29	15	9	1	4	9	28	3.861
Svezia	99	86	5	4	..	..	..	4	1	2.890
Ungheria	52	2	25	7	4	1	6	7	48	833

Fonte: Commissione europea, *State Aid Scoreboard*, 2007.
(1) Incentivi per settori specifici concessi nell'ambito di misure per cui non erano presenti obiettivi orizzontali e incentivi per risanamento e ristrutturazione.

I paesi europei si differenziano soprattutto nella scelta delle aree di intervento. L'Italia privilegia obiettivi di sostegno alle piccole e medie imprese e allo sviluppo regionale (cfr il capitolo 11: *L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali*); esigui sono gli incentivi alla salvaguardia ambientale e al risparmio energetico, invece preminenti nei paesi nordici e dell'Europa centrale. Gli aiuti alla ricerca e sviluppo (R&S) assorbono nella UE-25 il 14 per cento delle erogazioni complessive: ciò nonostante, il livello complessivo della spesa per investimenti in R&S (1,8 per cento del PIL nel 2005) è, oltre che stagnante nel tempo, ancora lontano dall'obiettivo del 3 per cento fissato nella Strategia di Lisbona per il 2010. Il ritardo dell'Italia, che spende per R&S soltanto l'1,1 per cento del PIL, come dieci anni fa, è consistente non solo rispetto alla Svezia e alla Finlandia che già soddisfano ampiamente l'obiettivo del 3 per cento, ma anche rispetto alla Germania e alla Francia (2,5 e 2,1 per cento, rispettivamente).

L'Italia si differenzia dagli altri principali paesi europei anche per il contributo limitato delle imprese private alla spesa complessiva in R&S (50 per cento, circa 15 punti in meno della media della UE-15). La differenza è imputabile in larga parte alla specializzazione settoriale e alla ridotta dimensione di impresa: le aziende con oltre 500 addetti realizzano quasi il 70 per cento della spesa privata in R&S. Per questi motivi l'attività di R&S dipende più che altrove dal settore pubblico, in particolare dalle uni-

versità, chiamate non solo a produrre innovazione ma anche a diffonderla presso le imprese. Secondo un sondaggio condotto dalla Banca d'Italia presso un campione di imprese industriali e dei servizi, nel triennio 2005-07 quasi un quarto delle imprese ha avuto rapporti con le università, il doppio rispetto alla media del periodo 2000-04. I contatti sono più frequenti per le aziende di dimensione elevata, per quelle che operano nella chimica, nella metalmeccanica e nei servizi a maggiore valore aggiunto o che attuano una strategia di apertura verso le diverse fonti di innovazione (acquisto di brevetti, di software, di macchinari innovativi; assunzione di capitale umano specializzato).

La maggior parte dei paesi europei ha accolto le raccomandazioni della Commissione e del Consiglio europeo volte a spostare gli incentivi verso obiettivi di tipo orizzontale a scapito delle politiche di sostegno ai “campioni nazionali” e ai settori in declino (tav. 10.2). Gli obiettivi orizzontali vengono perseguiti per lo più con strumenti automatici, preferibili, secondo le indicazioni della Commissione europea e dell’OCSE, agli aiuti selettivi per la maggiore verificabilità *ex post* e la minore vulnerabilità a frodi e comportamenti opportunistici. In Italia queste prescrizioni sono state tenute in conto nella riforma delineata nel progetto Industria 2015, recepito dalla legge finanziaria per il 2007.

La prima direttrice di intervento del progetto consiste nella messa a punto di aiuti automatici, sotto forma di agevolazioni fiscali, che hanno l’obiettivo di ridurre i costi di produzione, incentivare gli investimenti, favorire la crescita delle imprese e la perequazione territoriale. La legge finanziaria per il 2008 ripropone e rafforza questa categoria di interventi: si segnala l’aumento del credito di imposta per le imprese che investono in ricerca e sviluppo, passato dal 15 al 40 per cento se la ricerca è condotta in collaborazione con università o enti pubblici. La seconda direttrice riguarda gli aiuti settoriali di tipo selettivo e si esplica nei cosiddetti Progetti di innovazione industriale (PII), divisi in cinque macroclassi: efficienza energetica, mobilità sostenibile, nuove tecnologie della vita, patrimonio culturale e “made in Italy”, tutti destinati alla riqualificazione e al riposizionamento del sistema industriale italiano verso produzioni a più alto valore aggiunto. Per i PII sono stati stanziati 990 milioni di euro per il triennio 2007-09, che saranno assegnati attraverso bandi di gara e la selezione dei progetti più meritevoli.

I servizi di pubblica utilità: energia, telecomunicazioni, servizi pubblici locali

Energia. – Nel 2007 il fabbisogno energetico lordo italiano è stato di 194,5 milioni di tonnellate equivalenti di petrolio (MTEP), con una diminuzione dello 0,9 per cento rispetto al 2006. Dopo i significativi aumenti registrati nel periodo 2003-05, lo scorso anno il rapporto tra domanda complessiva di energia e PIL (cosiddetta intensità energetica) è nuovamente diminuito (a 151,3 TEP/milioni di euro, da 154,9 nell’anno precedente), beneficiando come nel 2006 delle temperature miti registrate nel corso dell’anno. La quota delle importazioni nette sul fabbisogno totale è scesa all’85,3 per cento, dall’86,9 del 2006, anche in conseguenza del consistente ricorso alle scorte di gas naturale ricostituite nel corso del 2006.

Numerosi studi condotti a livello comunitario e nazionale hanno mostrato come il processo di liberalizzazione del settore energetico in Italia, come nel resto della UE, non sia ancora giunto a una piena realizzazione. In molti paesi l’operatore principale (spesso l’ex monopolista nazionale) continua a beneficiare di un elevato potere di mercato; l’obbligo di separazione legale e funzionale tra produzione e trasmissione previsto dall’attuale legislazione comunitaria non avrebbe impedito alle imprese integrate di ostacolare l’accesso al mercato di operatori concorrenti. Nel settembre del 2007 la Commissione europea ha presentato un insieme di proposte legislative finalizzate ad accelerare il processo di liberalizzazione, incentrate sulla separazione proprietaria della gestione delle reti di tra-

smissione dalle attività di produzione e fornitura (*unbundling* proprietario). L'obbligo di separazione si applicherebbe a ogni operatore della UE, impedendo che un'impresa produttrice in un paese possa controllare la rete di trasmissione in un altro Stato, ed è esteso anche agli operatori extra comunitari che decidano di entrare nel mercato europeo.

In Italia nel settore elettrico è già stata attuata una forma di separazione proprietaria della rete dalle attività di produzione dell'ex monopolista verticalmente integrato (Enel), affidando la proprietà e la gestione della rete alla partecipata Terna; in base alla proposta della Commissione, Enel dovrebbe alienare la propria partecipazione (5,1 per cento) in Terna. Più rilevante sarebbe l'impatto della proposta nel settore del gas, dove ENI è proprietario e gestore della rete attraverso la controllata Snam Rete Gas di cui detiene oltre il 50 per cento del capitale.

Poiché gli obblighi di separazione previsti dalla direttiva comunitaria si applicano, in linea di principio, a tutti i soggetti, privati o pubblici, si porrebbe anche un problema per le partecipazioni pubbliche nei gestori delle reti. Terna è controllata dallo Stato attraverso la Cassa depositi e prestiti (CDP), che detiene il 30 per cento del capitale, ed Enel, che ne detiene il 5,1 per cento ma che è a sua volta controllata dallo Stato, con il 21,1 per cento in mano al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e il 10,1 detenuto dalla CDP. Anche ENI è sotto il controllo pubblico: il MEF e la CDP ne detengono il 20,3 e il 10 per cento, rispettivamente. Secondo il documento della Commissione, agli Stati membri non sarebbe tuttavia richiesto di alienare le partecipazioni, a condizione che dimostrino che il controllo sulle attività di trasmissione e su quelle di produzione e fornitura viene esercitato da "agenzie pubbliche distinte" che non agiscano in modo coordinato.

Le proposte della Commissione includono anche misure volte a promuovere l'integrazione delle reti di trasmissione tra i paesi della UE, che avrebbero effetti benefici sui mercati dell'elettricità e del gas in Italia. In entrambi i settori la rete di trasmissione e la connessione con i paesi esteri appaiono fortemente sottodimensionati, generando rendite per le imprese integrate, ostacoli all'ingresso di operatori esteri e un ridotto grado di liquidità dei mercati all'ingrosso nazionali.

Nel 2007 il fabbisogno di energia elettrica soddisfatto dalle importazioni è stato pari al 13,5 per cento (circa 46 GWh). La quantità di energia elettrica importabile è limitata dalla capacità di trasporto sul confine con la Francia, la Svizzera e l'Austria, interconnessione quasi costantemente congestionata. Secondo i dati dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas (AEEG), nel 2006 le cosiddette rendite da congestione estera ammontavano a circa 119 milioni di euro, più del doppio rispetto all'anno precedente. Nel gennaio del 2007 Terna, che controlla il 97 per cento della rete di trasmissione nazionale, ha diffuso il Piano di sviluppo 2007-2016 della rete elettrica di trasmissione prevedendo un aumento della capacità di interconnessione con l'estero per un valore compreso tra 3 e 6 GWh, giudicato soddisfacente dall'Autorità. ENI controlla circa il 65 per cento delle importazioni di gas e condiziona, direttamente o attraverso società partecipate, la gestione di tutte le infrastrutture fisiche di trasporto dall'estero. Nel medio termine un incremento nel grado effettivo di concorrenza potrebbe derivare dall'apertura di nuovi impianti di rigassificazione da parte di imprese concorrenti; gli impianti di Porto Levante (RO) e Livorno sono in via di realizzazione, mentre quelli previsti a Rosignano Marittimo (LI), Trieste e Brindisi sono ancora in fase istruttoria da parte delle autorità competenti.

Telecomunicazioni. – Nel 2007 il mercato delle telecomunicazioni ha generato in Italia un volume di affari di 44,2 miliardi di euro. L'aumento sull'anno precedente (0,4 per cento) è inferiore a quello del 2006 (2,1 per cento) per la contrazione degli investimenti in apparati e infrastrutture e il proseguimento del calo dei servizi su rete fissa. Nella telefonia mobile sono ancora aumentati il numero degli utenti attivi (2,2 per cento) e delle linee (10,8 per cento), anche per la caduta dei prezzi (-15,5 per cento) seguita agli interventi del legislatore. Per numero di linee in rapporto alla popolazione l'Italia si colloca, con il 148 per cento, al secondo posto in Europa, dopo il Lussemburgo.

Secondo i dati dell'OCSE, l'Italia palesa un forte ritardo nella diffusione e nella qualità delle connessioni a banda larga (che comprendono DSL, fibra e satellite). Nel secondo trimestre del 2007 in Italia il numero assoluto di connessioni (residenziali e di impresa) a banda larga era pari a 9,3 milioni; con 15,9 connessioni ogni cento abitanti l'Italia è al ventunesimo posto tra i paesi dell'OCSE, al di sotto della media della UE (18,2) e ben lontano dai paesi del nord Europa (tav. 10.3). La velocità media di download con connessioni a banda larga è di circa 13 Mb/s in Italia, contro 44 in Francia e oltre 93 in Giappone. A fronte di un livello dei prezzi allineato con la media europea, tra i fattori che concorrono a determinare la modesta diffusione della banda larga in Italia spicca, dal lato della domanda, la scarsa alfabetizzazione informatica, segnalata da una quota di famiglie dotate di computer assai inferiore alla media della UE-15 (rispettivamente, 48 e 64 per cento). Dal lato dell'offerta, la carenza di infrastrutture è imputabile sia all'orografia del territorio, che penalizza le aree rurali e periferiche, sia alla dispersione della popolazione, che riduce la convenienza degli operatori a raggiungere con investimenti ingenti aree a basso rendimento. La posizione dominante dell'ex monopolista sul tratto di rete che va dall'utenza alla centrale telefonica della città ("ultimo miglio") riduce ulteriormente gli incentivi a investire in tecnologie all'avanguardia, anche se non appare incidere negativamente sul rapporto tra qualità e prezzo del servizio. In termini prospettici l'imminente saturazione delle reti di giunzione e di accesso basate sui doppini in rame potrebbe causare fenomeni di congestione e un peggioramento della qualità dei servizi, rendendo problematico fronteggiare la crescente domanda di maggiore velocità di trasmissione dell'informazione.

Tavola 10.3

Tassi di penetrazione della banda larga nei paesi OCSE (1) (valori percentuali)					
Paesi	2002	2007	Paesi	2002	2007
Australia	1,3	22,7	Messico	0,2	4,6
Austria	4,6	18,6	Norvegia	3,0	29,8
Belgio	6,2	23,8	Nuova Zelanda	1,1	16,5
Canada	10,3	25,0	Paesi Bassi	4,9	33,5
Corea	20,3	29,9	Polonia	0,2	8,0
Danimarca	6,6	34,3	Portogallo	1,5	14,7
Finlandia	3,5	28,8	Regno Unito	1,3	23,7
Francia	1,6	22,6	Repubblica Ceca	0,1	12,2
Germania	3,2	21,2	Spagna	2,1	17,0
Giappone	3,9	21,3	Stati Uniti	5,5	22,1
Grecia	0,0	7,1	Svezia	6,8	28,6
Irlanda	0,1	15,4	Svizzera	3,8	30,7
Islanda	5,3	29,8	Turchia	0,0	5,2
Italia	1,2	15,9	Ungheria	0,4	11,6
Lussemburgo	0,6	22,2	OCSE	3,8	18,8

Fonte: OCSE, *Broadband statistics*.
 (1) Il tasso di penetrazione è calcolato come rapporto tra il numero di connessioni e la popolazione. I dati si riferiscono al secondo trimestre di ciascun anno.

Servizi pubblici locali. – I processi di liberalizzazione nel comparto dei servizi pubblici locali avviati negli anni novanta, che si proponevano di favorire l'aggregazione tra operatori, assicurare la separazione tra gestore del servizio e regolatore, portare alla copertura dei costi mediante le tariffe, hanno incontrato molti ostacoli, che ne hanno limitato significativamente l'efficacia, sia pure in misura diversa nei vari comparti.

La crescita nella concentrazione e l'emersione di alcuni grandi operatori non è avvenuta tanto per il tramite delle gare, come prevedeva il processo di riforma, con la

selezione del gestore più innovatore ed efficiente, ma più spesso per via federativa. La frammentazione resta elevata. Non è stata realizzata una significativa separazione tra regolatore e gestore: i produttori restano per lo più pubblici, spesso sono *in house*. È scarsa l'applicazione effettiva del principio di piena copertura dei costi. Limitati sono i miglioramenti nella qualità del servizio, con rilevanti differenziali territoriali.

Nel settore del trasporto pubblico locale l'offerta resta estremamente frammentata, con una forte presenza pubblica. Indicatori relativi al grado di soddisfazione dichiarato dagli utenti mostrano un peggioramento tra il 1996 e il 2006. La copertura dei costi con i ricavi (cresciuta dal 27 al 36 per cento tra il 1996 e il 2005) resta modesta nel confronto internazionale.

Nel comparto della raccolta e smaltimento dei rifiuti il grado di realizzazione delle riforme è scarso. Gli effetti delle mancate riforme sono significativi rispetto sia agli obiettivi ambientali sia a quelli di efficienza: la produzione di rifiuti è cresciuta più del reddito pro capite; lo smaltimento in discarica si è ridotto solo in alcune aree (dove il tributo speciale per il deposito in discarica è stato utilizzato più intensamente e dove hanno prevalso strutture produttive integrate di raccolta e smaltimento). Continuano a prevalere affidamenti diretti o in house; nella maggior parte dei casi il gestore attuale coincide con l'ex azienda municipalizzata.

La liberalizzazione ha prodotto effetti più significativi nella distribuzione del gas. La separazione tra attività di regolazione e di gestione del servizio è stata pienamente realizzata, la qualità del servizio è generalmente considerata soddisfacente. La frammentazione produttiva si è ridotta in misura significativa e diversi operatori hanno raggiunto dimensioni rilevanti; un'ulteriore riduzione della frammentazione potrà essere favorita dall'ampliamento degli ambiti territoriali per lo svolgimento delle gare previsto dalla legge 29 novembre 2007, n. 222.

Nel settore idrico la qualità delle infrastrutture, misurata dalla quota di acqua dispersa, resta bassa, ancorché differenziata nel Paese. I ricavi da tariffa coprono una percentuale modesta dei costi. Stime sull'efficienza tecnica dei gestori condotte con tecniche non parametriche mostrano una significativa variabilità, indice della presenza, in molti casi, di spazi di miglioramento.

Stanno emergendo alcuni grandi operatori di rilevanza nazionale: i maggiori sono multiservizio e quotati in borsa; nel capitale sono spesso entrati investitori istituzionali. Un'analisi condotta intervistando le principali imprese del comparto ha evidenziato caratteristiche e percorsi di sviluppo differenziati: alcune di esse (il 30 per cento degli addetti del campione, il 67 per cento del valore della produzione), attive originariamente nel settore dell'energia, grazie a elevata redditività ed efficienza, hanno sperimentato significativi percorsi di crescita in comparti con sinergie nella produzione o nello sfruttamento della rete; altre (il 20 per cento circa degli addetti e del valore della produzione) traggono origine dalla federazione di più imprese municipalizzate e valorizzano economie di scala e scopo soprattutto nelle fasi a valle della filiera produttiva.

I processi di riforma sono stati rallentati dalle incertezze normative. Importanti prerogative in tema di regolazione sono state attribuite al livello locale, sottovalutando l'importanza che in tale ambito assumono le economie di scala, il possesso delle necessarie competenze tecniche e la terzietà del regolatore rispetto ai gestori e alle pubbliche amministrazioni locali.

Le privatizzazioni

Nel 2007 il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) non ha effettuato operazioni di cessione del capitale delle società direttamente detenute (tav. 10.4).

Tavola 10.4

Partecipazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze al 31 dicembre 2007 (valori percentuali)		
SOCIETÀ	Settore di appartenenza	Quota
Alitalia spa	Trasporti aerei	49,9
ANAS spa	Attività di supporto e ausiliarie dei trasporti	100,0
Arcus spa	Attività ricreative, culturali e sportive	100,0
Cassa depositi e prestiti spa	Intermediazione monetaria e finanziaria	70,0
Cinecittà Holding spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
CONI servizi spa	Attività ricreative, culturali e sportive	100,0
Consap spa	Assicurazioni e fondi pensione	100,0
Consip spa	Informatica e attività connesse	100,0
ENAV spa	Attività di supporto e ausiliarie dei trasporti	100,0
Enel spa	Energia	21,1
ENI spa	Energia	20,3
EUR spa	Attività immobiliari	90,0
Ferrovie dello Stato spa	Trasporti terrestri	100,0
Finmeccanica spa	Difesa e aerospazio	33,8
Fintecna spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
GSE spa	Energia	100,0
Istituto poligrafico e zecca dello Stato spa	Stampa, editoria	100,0
Italia lavoro spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
Poste Italiane spa	Servizi postali	65,0
RAI Radiotelevisione italiana spa	Televisivo multimediale	99,6
SACE spa	Assicurazioni e fondi pensione	100,0
SEAT spa	Stampa, editoria	0,1
Sicot srl	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
Società per lo sviluppo del mercato dei fondi pensioni spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	61,8
Sogesid spa	Raccolta, depurazione e distribuzione d'acqua	100,0
Sogin spa	Energia	100,0
Sviluppo Italia spa	Intermediazione monetaria e finanziaria	100,0
Telecom Italia media spa	Televisivo multimediale	0,1

Fonti: Ministero dell'Economia e delle finanze e Archivio Cerved.

Con l'obiettivo di ridimensionare il perimetro societario intorno alle attività principali, il gruppo Fintecna (ex gruppo IRI), controllato dal MEF, ha effettuato nel 2007 operazioni di dismissione per un valore complessivo di 361,4 milioni di euro, due terzi dei quali realizzati dalle holding settoriali (cosiddette privatizzazioni di secondo livello). Dal luglio del 1992 le operazioni di cessione realizzate dal gruppo IRI-Fintecna sono ammontate a circa 57,8 miliardi di euro.

La procedura per la cessione del pacchetto di controllo di Alitalia avviata nel 2006, che avrebbe dovuto concludersi con la vendita del 40 per cento del capitale, non ha avuto esito positivo. L'asta bandita nel dicembre del 2006 ha visto la presentazione di tre offerte preliminari non vincolanti, ma è fallita nell'estate scorsa dopo il graduale ritiro di tutti i partecipanti. Dopo la riapertura dei termini in settembre, la trattativa tra il Governo e Air France-KLM si è conclusa il 2 aprile scorso con l'annuncio del ritiro della candidatura da parte della compagnia francese. Successivamente, per consentire lo svolgimento dell'ordinaria amministrazione, il Governo ha deliberato un prestito di 300 milioni di euro, da ultimo parzialmente trasformato in patrimonio netto.

L'evoluzione del quadro giuridico

Qualità del processo legislativo e semplificazione. – Una regolazione che impone oneri burocratici eccessivi e ingiustificati limita la capacità delle imprese di crescere e di competere. Nel confronto internazionale l'incidenza dei costi derivanti da obblighi amministrativi per le imprese italiane resta elevata.

Secondo l'ultimo rapporto annuale della Banca Mondiale sull'estensione e le modalità della regolamentazione dell'attività produttiva, su 178 paesi l'Italia occupa la cinquantatreesima posizione quanto alla presenza di un ambiente normativo e amministrativo che faciliti l'attività di impresa, con ritardi preoccupanti rispetto ai principali paesi avanzati.

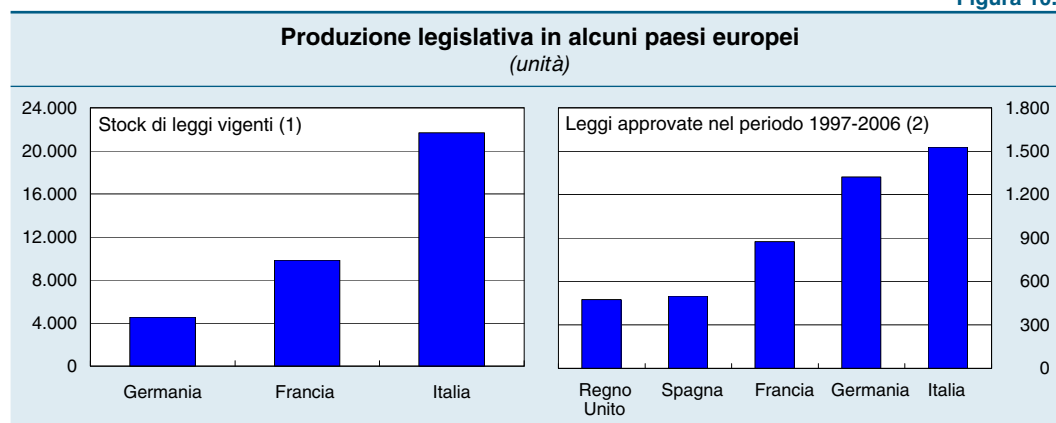
Il 19 febbraio 2008 ha preso il via la sperimentazione della Comunicazione unica presso le Camere di commercio per l'avvio di un'impresa, prevista dalla legge 2 aprile 2007, n. 40 (cosiddetta legge Bersani). Dall'agosto del 2008 la procedura sarà operativa su tutto il territorio nazionale e per tutti i tipi di imprese. Sulla base degli indicatori della Banca Mondiale, la Comunicazione unica consentirebbe un risparmio dei tempi di avvio di una impresa superiore al 50 per cento.

Secondo l'ultimo rapporto annuale della Banca Mondiale, nel 2007, il tempo necessario a completare le procedure richieste per l'avvio di una impresa in Italia era di 13 giorni, di cui 8 per gli adempimenti dichiarativi verso il Registro delle imprese, l'INPS, l'INAIL e l'Agenzia delle entrate. La Comunicazione unica consente di effettuare questi adempimenti in un giorno. In considerazione dei forti divari territoriali nel funzionamento della Pubblica amministrazione, i benefici della nuova procedura risulteranno particolarmente significativi in alcune aree. Un'indagine condotta dalla Banca d'Italia presso i comuni capoluoghi di regione mostra che nel 2007 il tempo necessario a completare gli adempimenti che formano la Comunicazione unica variava dai 4 giorni di alcune città a valori superiori a 20 giorni di altre.

Un quadro normativo sovradimensionato e poco chiaro genera incertezza negli operatori, aumenta i costi di apprendimento e di adeguamento alle regole, favorisce la litigiosità. Le informazioni sullo stato della legislazione e sulla dinamica del processo legislativo evidenziano un eccesso di produzione normativa e mutamenti troppo frequenti e disorganici delle regole.

Il numero di norme di rango legislativo vigenti ammonta a 21.691 in Italia (2007), 9.837 in Francia (2006), 4.547 in Germania (2007). Nel decennio 1997-2006 la produzione di leggi in Italia è stata quasi il doppio di quella della Francia e circa tre volte quella della Spagna (fig. 10.2). Una nostra analisi condotta sui 12 Testi unici legislativi approvati in Italia nel periodo 1990-2005 mostra come, in media, in ciascun anno più del 10 per cento degli articoli dei testi di legge considerati sia stato modificato.

Figura 10.2



(1) Fonti: Italia (dato relativo al 2007): Presidenza del Consiglio dei Ministri, *Relazione al Parlamento dell'11.12.07 sull'attuazione dell'art. 14, comma 12, della legge 246/2005 ("taglia leggi")*; Francia (dato relativo al 2006): *Conseil d'Etat, Rapport public annuel, 1999, 2000 e 2006*; Rapporto annuale dell'Osservatorio sulla Legislazione della Camera dei deputati (2007); Germania (dato relativo al 2007): Ministero della Giustizia, *Pressemittelungen* del 9 ottobre 2007. – (2) Fonte: Rapporti annuali dell'Osservatorio sulla Legislazione della Camera dei deputati (2001-07).

Negli ultimi anni sono state avviate importanti iniziative di riordino e riassetto normativo e di riduzione dell'entità della normativa vigente.

La prima fase del progetto “taglia-leggi”, che prevedeva la ricognizione delle disposizioni legislative statali vigenti, si è conclusa a dicembre. La seconda, da realizzare entro il mese di dicembre del 2009, prevede l'individuazione delle disposizioni legislative statali anteriori al 1970 ritenute indispensabili e la conseguente abrogazione automatica delle altre e il riassetto e la semplificazione normativa delle leggi rimaste in vigore. La terza fase (da realizzare entro il 2011) prevede l'adozione di decreti correttivi e attuativi.

L'attività di interpretazione e applicazione della legge contribuisce in maniera rilevante alla definizione di un quadro normativo chiaro e coerente. Nel confronto con i due principali ordinamenti dell'Europa continentale (Francia e Germania) l'Italia si segnala per l'ampia variabilità degli orientamenti giurisprudenziali e per il numero estremamente elevato di procedimenti che ogni anno affluisce presso la Corte di cassazione.

Nel 2007, il numero di ricorsi presentati in Cassazione è stato di 32.278 in Italia, 18.232 in Francia, 3.404 in Germania. L'Italia è l'unico paese in Europa a non avere un “filtro” all'accesso per il giudizio in Cassazione. La riduzione del numero dei ricorsi era uno degli obiettivi della riforma del giudizio in Cassazione introdotta nel 2006 (decreto legislativo 2 febbraio 2006, n. 40).

La giustizia civile. – Sul funzionamento dell'economia incide negativamente l'eccessiva durata dei processi. Nel 2006 il tempo medio stimato, sulla base dei dati del Ministero della Giustizia, per la conclusione di un procedimento di cognizione ordinaria di primo grado in tribunale era pari a 966 giorni, contro 918 nel 2005. Il confronto internazionale non sembra indicare nella carenza di risorse la ragione di tali inefficienze; criticità emergono invece con riguardo alle modalità con cui le risorse vengono impiegate e organizzate.

Muovendo dal presupposto che la competenza professionale e il sistema di incentivi dei magistrati siano importanti fattori di produttività ed efficienza del sistema, l'ordinamento giudiziario è stato oggetto in questi anni di varie riforme. Le novità introdotte sono significative soprattutto con riguardo alla formazione. Ulteriori progressi potrebbero derivare da un sistema di progressione di carriera maggiormente attento ai profili di efficienza.

Avviato con la legge delega 25 luglio 2005, n. 150 (cosiddetta riforma Castelli), e proseguito con la legge 24 ottobre 2006, n. 269, il processo di riforma si è concluso lo scorso anno con l'approvazione della legge 30 luglio 2007, n. 111 (cosiddetta riforma Mastella). Le principali novità sono: l'istituzione della Scuola superiore della magistratura quale ente autonomo preposto al tirocinio iniziale e alla formazione permanente; l'introduzione di requisiti più stringenti di ammissione al concorso di ingresso in magistratura, verifiche di professionalità a carattere periodico per i magistrati e sanzioni in caso di esito negativo, criteri di temporaneità per gli incarichi semidirettivi e direttivi.

Le disfunzioni che affliggono la giustizia civile in Italia non possono trovare soluzione soltanto in interventi sul piano ordinamentale. Carenze significative permangono sotto il profilo organizzativo. Al riguardo, particolarmente efficaci si sono dimostrate talune iniziative di riorganizzazione realizzate da alcuni uffici giudiziari e procure. Un contributo rilevante al miglioramento della performance della giustizia potrebbe derivare dalla diffusione di queste esperienze di successo.

Il Ministero della Giustizia ha avviato un progetto, finanziato dal Fondo sociale europeo, finalizzato alla diffusione di best practices. Il progetto prende spunto dall'esperienza di successo della Procura di Bolzano e si propone di trasferirne la prassi presso altre procure o uffici giudiziari.

L'utilizzo delle tecnologie informatiche può svolgere un ruolo essenziale nella riduzione dei tempi dei processi; importanti risultati potrebbero essere ottenuti con la realizzazione del Processo civile telematico (PCT).

Dal 1° dicembre 2006 è in corso a Milano la sperimentazione a valore legale del PCT per le procedure di decreto ingiuntivo (al 30 novembre 2007 la percentuale di decreti ingiuntivi telematici sul totale era dell'11 per cento). Secondo le rilevazioni del tribunale di Milano, nel periodo dicembre 2006 - novembre 2007, la durata mediana di un decreto ingiuntivo telematico era di 12 giorni, contro i 71 di un decreto ingiuntivo cartaceo.

I tassi di litigiosità in Italia sono significativamente più elevati di quelli osservati nei principali paesi europei. La qualità della legislazione sostanziale e processuale e gli incentivi delle parti e degli avvocati, unitamente ai costi di accesso alla giustizia, sono tra i fattori che possono influenzare il fenomeno. Nel confronto internazionale il nostro paese si segnala per l'elevato numero di avvocati in rapporto alla popolazione.

In mercati caratterizzati da rilevanti asimmetrie informative, i benefici di un'intensa concorrenza possono essere limitati dal tentativo degli operatori di recuperare redditività stimolando una domanda per i propri servizi in eccesso rispetto all'interesse del cliente. Nel mercato dei servizi legali in Italia vi sono indicazioni dell'esistenza di questo effetto. Nostri esercizi econometrici condotti su dati provinciali per il periodo 2000-05 indicano l'esistenza di un nesso causale positivo tra elevato numero di avvocati (in rapporto alla popolazione) e litigiosità.

È stata introdotta l'azione collettiva risarcitoria a tutela dei consumatori (cosiddetta *class action*; legge 24 dicembre 2007, n. 244). L'entrata in vigore della disciplina è prevista per il 29 giugno 2008. Se, in generale, la *class action* contribuisce a migliorare l'efficienza dei mercati, risolvendo problemi di azione collettiva e consentendo l'internalizzazione di esternalità, le modalità con le quali lo strumento è stato recepito nel nostro ordinamento rischiano di comprometterne la funzionalità.

I principali problemi riguardano: la mancanza di criteri puntuali in base ai quali individuare le associazioni legittimate ad agire; la mancata previsione di sistemi di governance e controlli interni o esterni per i soggetti (associazioni dei consumatori e avvocati) chiamati a rappresentare gli interessi dei consumatori; la mancata individuazione di giudici specializzati; l'assenza di coordinamento tra l'azione collettiva e i sistemi di composizione stragiudiziale delle controversie.

Diritto fallimentare. – Negli anni scorsi la disciplina delle procedure fallimentari è stata interessata da importanti interventi di riforma (legge 14 maggio 2005, n. 80 e decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5) volti ad assicurare una più efficiente gestione delle procedure e a incentivare una più tempestiva emersione delle crisi d'impresa. Le lacune evidenziate nell'applicazione della riforma hanno indotto il legislatore a intervenire nuovamente sulla materia nel corso del 2007.

Secondo il rapporto diffuso nel settembre 2007 dall'Osservatorio della riforma delle procedure concorsuali istituito da Assonime, le prime applicazioni della riforma avrebbero mostrato: incentivi insufficienti all'utilizzo delle soluzioni concordate; limitata disponibilità dei creditori a far parte del comitato che dovrebbe vigilare sull'attività dei curatori a causa del regime di responsabilità e dell'assenza di compensi; una riduzione significativa delle dichiarazioni di fallimento prevalentemente per effetto dell'innalzamento delle soglie oltre le quali sono utilizzabili le procedure fallimentari, che potrebbe avere indotto una crescita rilevante delle procedure esecutive individuali.

Le nuove disposizioni, contenute nel decreto legislativo 12 settembre 2007, n. 169 (cosiddetto decreto correttivo), rimuovono in parte le criticità emerse. Sebbene l'ambito dei soggetti fallibili sia stato ampliato, rimangono tuttavia esclusi dall'accesso alle procedure un

numero elevato di piccole imprese e i debitori non imprenditori. Il confronto internazionale mostra che l'Italia è uno dei pochi paesi avanzati a non prevedere una procedura che consenta la cancellazione dei debiti residui (*fresh start*) anche per questi soggetti. La possibilità di ottenere un *fresh start* può avere effetti positivi in termini di incentivi alla assunzione del rischio imprenditoriale e favorire lo sviluppo di iniziative imprenditoriali a carattere innovativo che presentano profili di rischio più elevati.

Diritto societario e governance

Negli ultimi anni gli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane, pur mantenendo invariate le loro caratteristiche strutturali fondamentali, hanno mostrato segni di evoluzione verso strutture meno accentrate e più aperte ad azionisti stranieri, anche per effetto delle innovazioni legislative introdotte nel diritto societario italiano.

Secondo l'indagine condotta sul campione di imprese industriali della Banca d'Italia (Invind), le società non quotate, pur continuando a essere caratterizzate da una struttura proprietaria fortemente concentrata (la quota in capo al primo azionista è stabile intorno al 66 per cento) e da un ridotto numero di azionisti per società, mostrano una maggiore presenza nella compagine azionaria di società estere (dal 7,9 per cento nel 1992 al 13,1 per cento nel 2007) e di società finanziarie (dallo 0,1 per cento al 4,8 per cento nello stesso periodo, in generale con quote significative). Tali tendenze si sono accompagnate, da un lato, al decremento delle strutture piramidali (considerate in genere dagli investitori esterni fonte di opacità sulle operazioni all'interno dei gruppi), dall'altro a una maggiore diffusione dei patti di sindacato tra azionisti e di clausole statutarie che limitano il trasferimento del controllo.

Sebbene i nuovi modelli di amministrazione e controllo siano adottati tuttora da un numero limitato di società (circa mille ad aprile del 2008 secondo dati di fonte Infocamere), la loro diffusione è in crescita. Il sistema monistico (presente nell'1,35 per cento delle spa) sembra utilizzato da società a struttura proprietaria più semplice e maggiormente orientate verso l'estero; il dualistico (introdotto dallo 0,95 per cento delle spa) per gestire assetti proprietari più complessi.

Elementi di debolezza nella performance caratterizzano le imprese industriali non quotate a controllo familiare (il 70,9 per cento del totale) le quali, pur in presenza di una diminuzione dell'età media dei controllanti, hanno registrato tra il 2003 e il 2007 una crescita del fatturato e della produttività inferiore a quella delle altre imprese.

Le società quotate hanno sperimentato negli ultimi anni una riduzione della concentrazione della struttura proprietaria (misurata dalla quota detenuta dal maggiore azionista) più sensibile nel caso delle banche, dove la quota del primo azionista, ponderata per la capitalizzazione, è scesa al 12,2 per cento nel 2007 dal 18,8 nel 2003. Per le società non finanziarie la concentrazione resta elevata (44 per cento, tav. 10.5) anche nel confronto con i paesi dell'Europa continentale.

È cresciuto significativamente il peso degli investitori istituzionali esteri nelle società non finanziarie (dall'1,1 per cento nel 2003 al 5,3 per cento nel 2007, tav. 10.6). Tra questi figurano gli hedge fund e fondi pensione "attivi" nella governance (con quote rilevanti in alcune società) che stanno svolgendo anche in Italia in misura crescente un ruolo nel governo delle società quotate. Per le banche, le partecipazioni estere, in riduzione, sono invece rappresentate in misura assai contenuta da quote di investitori istituzionali.

Tavola 10.5

Struttura della proprietà delle società quotate, per concentrazione (valori percentuali; medie ponderate per la capitalizzazione)		
	2003	2007
Tutte le società		
Maggiore azionista	34,8	28,0
Altri azionisti rilevanti (1)	12,2	14,9
Proprietà dispersa (2)	53,0	57,1
Banche		
Maggiore azionista	18,8	12,2
Altri azionisti rilevanti (1)	21,0	19,5
Proprietà dispersa (2)	60,2	68,3
Società private non finanziarie		
Maggiore azionista	47,3	44,1
Altri azionisti rilevanti (1)	8,2	13,3
Proprietà dispersa (2)	44,5	42,6

Fonte: elaborazioni su dati Consob.
(1) Azionisti con diritti di voto superiori al 2 per cento del totale. – (2) Azionisti con diritti di voto inferiori al 2 per cento del totale.

Il migliore assetto istituzionale sembra avere assicurato un maggiore grado di tutele per gli investitori. Vi sono evidenze di una riduzione significativa, nel periodo 1992-2007, del cosiddetto premio sul controllo, un indicatore di rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza.

Gli interventi regolamentari recentemente adottati in materia di rappresentanza delle minoranze nel consiglio di amministrazione e nel collegio sindacale e di limiti al cumulo di incarichi degli amministratori dovrebbero contribuire a rafforzare ulteriormente i diritti degli azionisti di minoranza e a facilitarne l'attivismo; gli obblighi informativi e i principi in materia di procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate, in corso di emanazione, dovrebbero contribuire a una più efficace prevenzione di comportamenti espropriativi ai danni degli azionisti di minoranza.

Tavola 10.6

Struttura della proprietà delle società quotate, per natura dell'azionista (valori percentuali; medie ponderate per la capitalizzazione)				
Proprietari	Banche		Società private non finanziarie	
	2003	2007	2003	2007
Esteri	11,6	6,1	7,3	12,0
<i>investitori istituzionali</i>	1,8	0,7	1,1	5,3
<i>altri</i>	9,8	5,4	6,2	6,7
Intermediari finanziari	9,5	5,7	2,2	1,4
Società non finanziarie	4,4	4,1	29,0	28,4
Stato	0,2	0,0	0,7	1,0
Fondazioni	13,4	15,0	0,0	0,1
Individui	0,9	0,8	16,3	14,4
Totale azionisti rilevanti (1)	39,8	31,7	55,5	57,4

Fonte: elaborazioni su dati Consob.
(1) Azionisti con diritti di voto superiori al 2 per cento del totale.

11. L'ECONOMIA DEL MEZZOGIORNO E LE POLITICHE TERRITORIALI

Nell'ultimo decennio il PIL del Mezzogiorno è cresciuto in termini reali a un ritmo analogo a quello, modesto, delle regioni centro settentrionali. La crescita dell'occupazione ha interessato di meno il Mezzogiorno, dove un quinto del lavoro è irregolare; si sono reintensificati i flussi migratori dal Sud al Nord. Gli indicatori economici e sociali della qualità della vita dei cittadini meridionali non segnalano una riduzione significativa della distanza rispetto alle aree più avanzate. Sebbene ridotti rispetto alla metà degli anni novanta, permangono divari nella facilità di accesso al credito e nel costo dei finanziamenti che riflettono la maggiore fragilità dell'economia meridionale.

Nel Mezzogiorno risiede un terzo della popolazione italiana; si produce un quarto del prodotto interno. Un innalzamento duraturo del basso tasso di crescita del Paese non può prescindere dal superamento del sottoutilizzo delle risorse al Sud. La politica regionale in favore del Mezzogiorno ha usufruito nello scorso decennio di un ammontare considerevole di risorse finanziarie, di entità comparabile a quella dell'intervento straordinario soppresso nel 1992. Varata nella seconda metà degli anni novanta nel nuovo quadro delineato dalle politiche europee per la coesione territoriale, essa si è distinta: per la costruzione di un'ampia e dettagliata base informativa; per la modernizzazione delle procedure di intervento, incentrate sulla valutazione dei risultati conseguiti e sulla responsabilizzazione degli enti locali; per l'attenzione posta alla fornitura di beni pubblici essenziali per i cittadini e le imprese.

A dieci anni dall'avvio, i risultati ottenuti sono stati complessivamente inferiori agli obiettivi in termini di sviluppo economico e sociale e di performance delle imprese beneficiarie degli incentivi. Difficoltà di realizzazione hanno caratterizzato alcuni degli aspetti maggiormente innovativi della nuova politica regionale: nonostante i progressi compiuti, l'incompletezza del quadro informativo ha ostacolato la valutazione degli effetti degli interventi di sostegno; i meccanismi di "premialità" non sono riusciti nel complesso a generare comportamenti sufficientemente virtuosi delle amministrazioni locali.

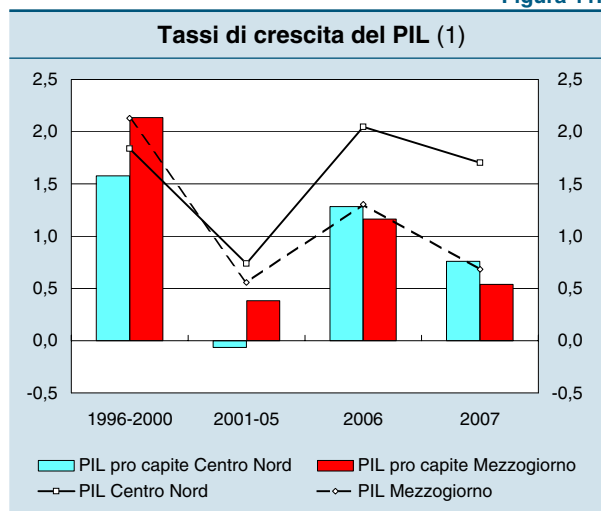
L'efficacia della politica regionale ha altresì risentito delle forme acute in cui si manifestano nel Mezzogiorno i ritardi strutturali dell'economia italiana, nonché degli effetti territoriali differenziati delle politiche economiche nazionali. È assai inferiore al Sud la qualità dei beni pubblici essenziali, come giustizia e istruzione. Le regioni meridionali sono state meno capaci di tradurre in effettive liberalizzazioni i provvedimenti nazionali di deregolamentazione; sono state meno propense a favorire la ristrutturazione del settore dei servizi pubblici locali. In alcune aree l'influenza delle attività criminali sulle relazioni economiche continua a essere pervasiva. La pur accresciuta flessibilità nell'utilizzo e nella remunerazione del lavoro appare insufficiente alla luce del persistente squilibrio sul mercato del lavoro meridionale.

La crescita

Tra il 1995 e il 2007 il PIL in termini reali è cresciuto in media pressoché allo stesso tasso nel Mezzogiorno e al Centro Nord (1,3 e 1,4 per cento, rispettivamente). A fronte di una crescita lievemente superiore nel Mezzogiorno nella seconda metà degli anni novanta (2,1 contro 1,8 per cento), negli anni successivi l'incremento del prodotto è risultato maggiore al Centro Nord, in un contesto di generale rallentamento dell'attività produttiva (fig. 11.1). Il divario si sarebbe allargato nell'ultimo biennio. Secondo le stime della Svimez, nel 2007 la crescita del Mezzogiorno si sarebbe attestata allo 0,7 per cento a fronte dell'1,7 del Centro Nord.

Il PIL pro capite del Mezzogiorno in rapporto a quello del Centro Nord è passato dal 54,7 per cento del 1995 al 57,5 per cento del 2007. Nel periodo la popolazione nelle regioni centro settentrionali è cresciuta dello 0,6 per cento in media all'anno; quella delle regioni meridionali è risultata sostanzialmente stazionaria (0,1 per cento). Tra il 1995 e il 2007 il tasso di crescita del PIL pro capite del Mezzogiorno ha mediamente superato quello del Centro Nord di poco meno di mezzo punto percentuale all'anno (1,2 a fronte dello 0,8).

Figura 11.1



Fonte: Istat, Conti economici territoriali, per gli anni dal 1996 al 2006; stime Svimez per il 2007.

(1) Valori a prezzi concatenati. Tassi di crescita medi annui per i periodi 1996-2000 e 2001-05.

In base alle stime della Svimez, nel 2007 le regioni più attardate erano la Campania, la Calabria e la Sicilia, con un PIL pro capite che non raggiungeva il 55 per cento di quello medio del Centro Nord; le regioni meno arretrate risultavano la Sardegna e l'Abruzzo (con un PIL pro capite pari a circa il 68 per cento di quello medio centro settentrionale).

In un contesto di peggioramento relativo che ha riguardato anche le aree più ricche del Paese, tra il 1995 e il 2005 tutte le regioni del Mezzogiorno sono arretrate rispetto alle altre regioni europee in ritardo di sviluppo.

In base ai dati dell'Eurostat, nel 1995 il PIL pro capite nominale (valutato alla parità dei poteri d'acquisto) del Mezzogiorno era pari al 69,3 per cento di quello medio dell'UE-15. Il rapporto, sceso al 67,0 per cento nel 2000, risultava pari al 62,0 per cento nel 2005. Nelle altre regioni europee che, assieme al Mezzogiorno, condividevano lo status di Obiettivo 1 negli anni novanta, si è registrata invece una convergenza: in rapporto a quello medio dell'area, il PIL pro capite, che era pari a poco più del 70 per cento nel 1995, si attestava a oltre il 78 per cento nel 2005.

Al divario di sviluppo nei confronti del Centro Nord si associa un afflusso complessivo netto di risorse pubbliche in favore del Mezzogiorno, che riflette la tendenziale correlazione delle entrate fiscali con il livello di reddito, da un lato, e di molte spese (al netto degli interessi) con l'entità della popolazione, dall'altro. Le risorse finanziarie che originano dalle

regioni meridionali (tasse, imposte, contributi) sono significativamente inferiori alle risorse spese per servizi (sanità, assistenza pubblica), trasferimenti alle famiglie (pensioni) e alle imprese, acquisti di beni e servizi, investimenti, redditi agli occupati pubblici. Secondo una ricostruzione effettuata sulla base della banca dati dei conti pubblici territoriali (Ministero dello Sviluppo economico), l'afflusso netto di risorse pubbliche nel Mezzogiorno si sarebbe attestato tra il 1996 e il 2006 su una quota compresa tra il 10 e il 15 per cento del PIL dell'area; si tratta di un valore inferiore a quello medio degli anni 1970-1992, commisurabile, sulla base di precedenti ricostruzioni, a poco meno del 20 per cento.

In base a elaborazioni condotte sugli "Indicatori regionali di contesto chiave e variabili di rottura" dell'Istat, che si riferiscono a un vasto insieme di variabili economiche e sociali (includono, tra l'altro, indicatori relativi alle risorse naturali, a quelle umane e culturali), la percentuale di casi in cui un indicatore ha registrato un miglioramento nell'ultimo decennio è risultata pari al 63,0 per cento al Centro Nord e al 68,9 per cento nel Mezzogiorno (tav. 11.1). Nel confronto tra le due aree non emerge un avvicinamento significativo delle regioni meridionali ai più elevati standard socio-economici di quelle centro settentrionali. In poco più della metà dei casi (56,8 per cento), gli indicatori del Mezzogiorno presentano un miglioramento più accentuato o un peggioramento meno marcato dei corrispondenti indicatori del Centro Nord. Nell'anno più recente per cui sono disponibili le informazioni, la percentuale dei casi in cui le regioni meridionali presentano indicatori che registrano una situazione migliore rispetto a quella del Centro Nord è pari al 19,3 per cento, appena superiore a quella osservata dieci anni prima.

Tavola 11.1

Evoluzione degli indicatori regionali di "contesto chiave" e "variabili di rottura"					
AREA TEMATICA	Percentuale di casi in cui l'indicatore registra un miglioramento		Convergenza delle condizioni socio-economiche (1)	Percentuale dei casi in cui l'indicatore registra una situazione nel Mezzogiorno migliore rispetto al Centro Nord (2)	
	Centro Nord	Mezzogiorno		1996	2006
Risorse naturali	50,0	81,3	81,3	6,7	20,0
Risorse culturali	75,0	75,0	62,5	37,5	0,0
Risorse umane	69,7	75,8	38,7	15,2	15,2
Sistemi locali di sviluppo	66,7	48,1	37,0	15,6	18,8
Città	58,3	91,7	100,0	7,1	21,4
Reti e nodi di servizio	50,0	61,5	72,0	36,0	36,0
Variabili di rottura (3)	76,9	69,2	46,2	7,7	7,7
Totale	63,0	68,9	56,8	17,9	19,3

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

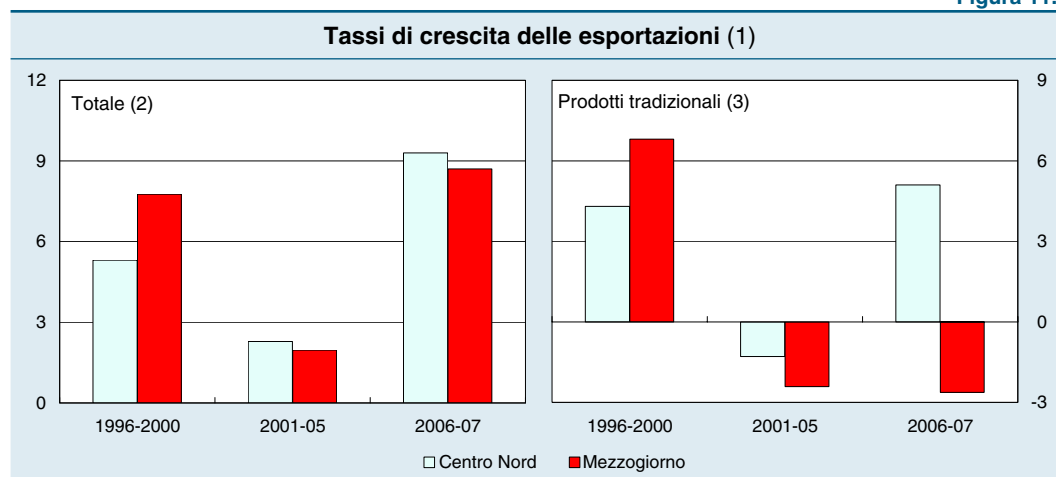
(1) Percentuale dei casi in cui l'indicatore del Mezzogiorno presenta un miglioramento relativo più accentuato o un peggioramento relativo meno marcato del corrispondente indicatore del Centro Nord. – (2) Per alcuni indicatori il primo anno disponibile e l'ultimo anno disponibile possono differire. – (3) Si tratta delle variabili che nell'ambito delle attività di monitoraggio e di valutazione delle politiche territoriali sono state prescelte per identificare le discontinuità nei comportamenti degli operatori del Mezzogiorno; in questo insieme rientrano, tra l'altro: il grado di apertura dei mercati; le condizioni di legalità e di coesione sociale; la capacità di attrazione degli investimenti esteri; la partecipazione al mercato del lavoro; la capacità innovativa.

La performance estera delle imprese

Nella seconda metà degli anni novanta il tasso di crescita medio annuo delle esportazioni meridionali a prezzi correnti, esclusi i prodotti petroliferi, superava quello del Centro Nord (rispettivamente 7,8 e 5,3 per cento; fig. 11.2). La crescita dell'export meridionale era più intensa anche nei comparti tradizionali (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature e altri prodotti manifatturieri, che includono il mobilio). Agli inizi del decennio in corso la tendenza si è invertita. Tra il 2000 e il 2005 la crescita dell'export è stata

lievemente più intensa al Centro Nord. L'accentuarsi della concorrenza dei paesi di più recente industrializzazione si è riflesso sui settori tradizionali del Mezzogiorno in misura più marcata rispetto alle altre aree del Paese, risentendo della maggiore diffusione di prodotti di qualità medio-bassa. Le esportazioni di prodotti tradizionali del Mezzogiorno sono diminuite del 2,4 per cento all'anno (-1,3 per cento al Centro Nord). Nel biennio 2006-07 la ripresa delle vendite all'estero, che ha interessato entrambe le aree, si è diffusa ai prodotti tradizionali nelle regioni centro settentrionali, ma non al Sud.

Figura 11.2



Fonte: Istat.

(1) Valori a prezzi correnti. Tassi di crescita medi per i periodi 1996-2000, 2001-05 e 2006-07. – (2) Sono esclusi i prodotti petroliferi e, per rendere i dati confrontabili nel tempo, le provviste di bordo. Cfr. nell'Appendice la sezione *Note metodologiche*. – (3) Include il tessile, l'abbigliamento, il cuoio, le calzature e gli altri prodotti manifatturieri (compresi i mobili).

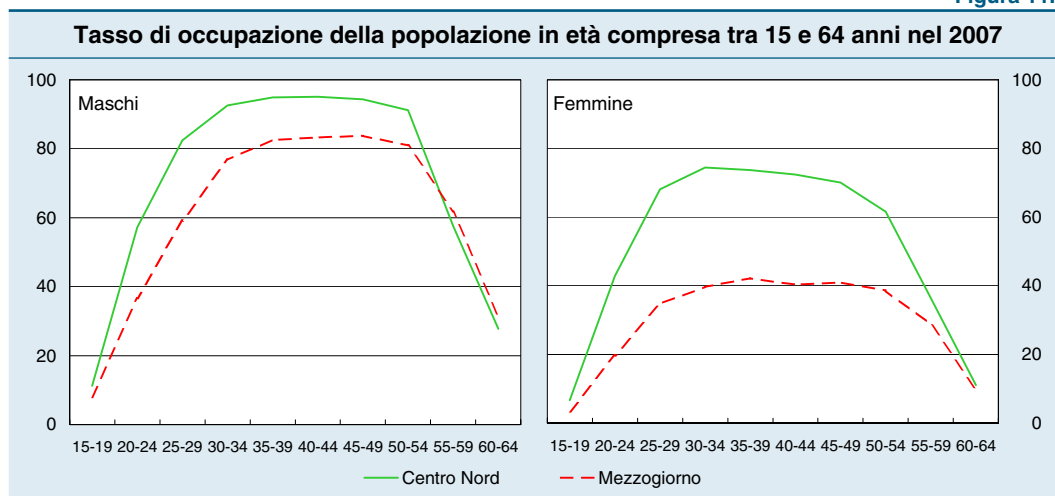
Il calo è stato intenso in molti importanti poli industriali meridionali; tra il 2000 e il 2007 l'export di mobili nelle province di Bari e Matera è diminuito rispettivamente del 43,7 e 38,8 per cento, quello delle conchiglie avellinesi del 67,4 per cento; nei poli barese e napoletano delle calzature le esportazioni si sono ridotte del 27,7 e del 25,6 per cento, rispettivamente. In controtendenza sono risultati i poli dell'abbigliamento di Napoli e Isernia dove le vendite all'estero sono cresciute rispettivamente del 50,8 e 48,7 per cento.

L'occupazione, la sua composizione e i tassi di disoccupazione

Secondo l'indagine sulle forze di lavoro dell'Istat, nel 2007 l'occupazione nel Mezzogiorno è rimasta sostanzialmente stabile sui livelli dell'anno precedente, a fronte di una sostenuta espansione al Centro Nord (1,4 per cento). Mentre al Centro Nord il tasso di occupazione della popolazione in età compresa tra i 15 e i 64 anni è salito di quattro decimi di punto, al 65,4 per cento, nel Mezzogiorno è sceso di un decimo, al 46,5 per cento.

L'andamento dello scorso anno si iscrive in una tendenza di più lungo periodo: tra il 1996 e il 2007 l'occupazione è aumentata del 18,5 per cento al Centro Nord (2,5 milioni di persone), favorita anche da consistenti flussi migratori, e solo dell'8,2 per cento nel Mezzogiorno (0,5 milioni). Nello stesso periodo il tasso di occupazione della popolazione in età da lavoro nelle regioni meridionali è cresciuto di appena tre punti, a fronte di un aumento di oltre otto punti nel resto del Paese. Il divario territoriale si è ampliato in particolare per la popolazione femminile (fig. 11.3): nel 2007 il tasso di occupazione registrava un valore del 31,1 per cento nel Mezzogiorno, contro il 55,3 per cento al Centro Nord (il divario era pari a 17,1 punti percentuali nel 1995).

Figura 11.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.

Oltre che per il minore tasso di occupazione, il Mezzogiorno si caratterizza per l'incidenza inferiore dell'occupazione nel settore privato. Maggiore è il peso dell'occupazione a termine; più diffuso il lavoro irregolare.

In base all'indagine sulle forze di lavoro dell'Istat, i settori della Pubblica amministrazione e quelli dell'istruzione e della sanità, che rientrano in larga parte nella sfera pubblica, includono il 25 per cento circa degli occupati nel Mezzogiorno contro il 18 per cento al Centro Nord. In rapporto al totale della popolazione residente, gli occupati nel settore pubblico sono pari a circa l'8 per cento sia al Centro Nord sia nel Mezzogiorno. Tra i dipendenti, la quota del lavoro a termine è del 17,7 per cento nel Mezzogiorno, contro l'11,5 per cento al Centro Nord. Per quanto riguarda l'incidenza del lavoro irregolare, l'Istat stima che nel Mezzogiorno esso costituisca il 19,6 per cento dell'input di lavoro complessivo contro il 9,3 al Centro Nord, con livelli particolarmente elevati nelle costruzioni, nell'agricoltura e nei servizi privati.

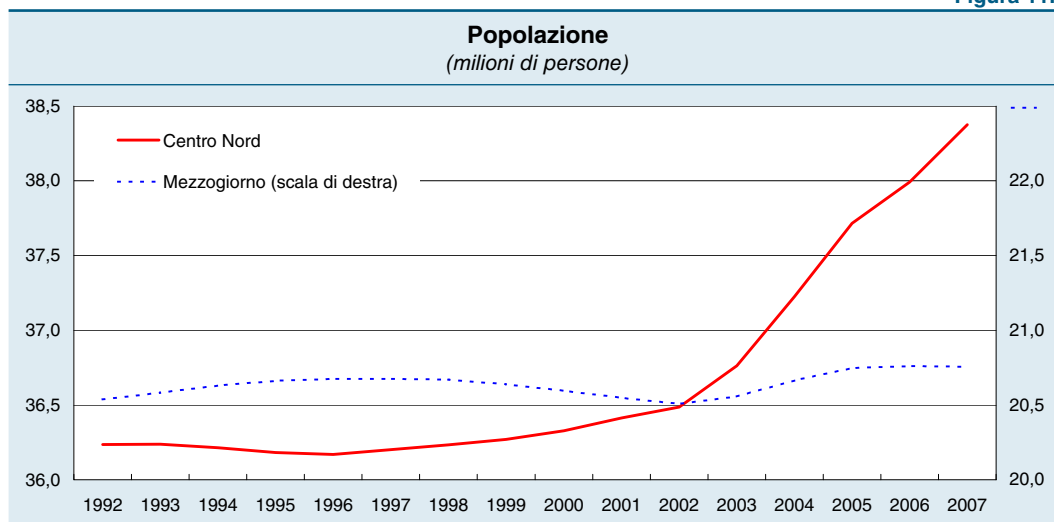
Dopo essersi ampliato nella seconda metà degli anni novanta, il differenziale tra i tassi di disoccupazione delle due aree è tornato a scendere nel corso di questo decennio, grazie anche ai consistenti flussi migratori dal Mezzogiorno verso le regioni centrali e settentrionali. Nel 1999 le due aree presentavano un differenziale di quasi 13 punti percentuali (18,8 nel Mezzogiorno e 5,9 al Centro Nord). Nel 2007 il tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno è sceso all'11,0 per cento, 1,2 punti in meno rispetto al 2006, mentre nel resto del Paese si è attestato al 4,0 per cento (-0,4 punti). Parte della riduzione del tasso di disoccupazione osservata nel Mezzogiorno dipende però da fenomeni di scoraggiamento. Includendo nelle persone in cerca di lavoro anche chi, pur non avendo effettuato un'azione di ricerca nel mese precedente, si dice disponibile a lavorare immediatamente, nel 2007 il tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno risulterebbe più elevato di 9,7 punti percentuali; aumenterebbe solo di poco nelle altre aree del Paese.

Popolazione e flussi migratori

Tra il 1995 e il 2007, in larga parte in seguito ai provvedimenti di regolarizzazione dei cittadini immigrati, la popolazione residente al Centro Nord è cresciuta di 2,2 milioni di abitanti (96.000 nel Mezzogiorno).

Nelle regioni centro settentrionali la quota della popolazione residente di cittadinanza non italiana sul totale della popolazione è salita da poco più dell'1 per cento nel 1993 (meno di 500.000 abitanti), al 6,8 per cento a gennaio del 2007 (2,6 milioni di persone). Nelle regioni meridionali l'afflusso della popolazione straniera è stato invece più contenuto: nel gennaio del 2007 i cittadini stranieri residenti nel Mezzogiorno erano l'1,6 per cento del totale (340.000 persone), appena 240.000 in più rispetto al 1993. Con riferimento alla sola popolazione in età da lavoro, il sostegno dei flussi migratori alla crescita della popolazione del Centro Nord è ancora maggiore (fig. 11.4).

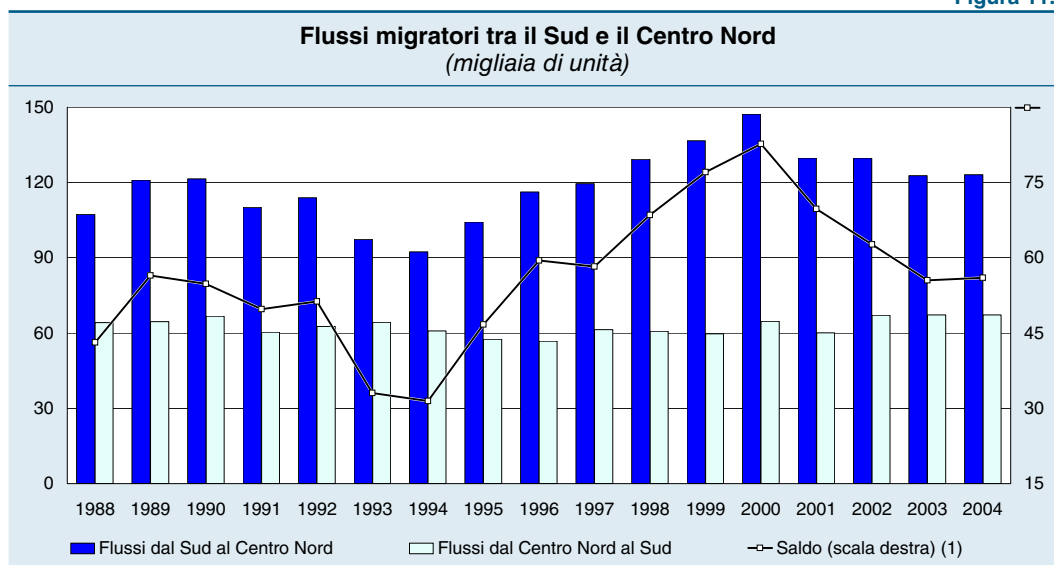
Figura 11.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'afflusso dall'estero è stato accompagnato da consistenti movimenti migratori interni. I trasferimenti di residenza dal Mezzogiorno al Centro Nord (che includono peraltro quelli di stranieri che spostano la loro residenza anagrafica) eccedono costantemente quelli in direzione opposta (fig. 11.5); dopo aver toccato livelli minimi nel 1994, sono tornati a crescere fino al 2000, ripiegando negli anni successivi ma

Figura 11.5



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Il saldo è ottenuto come differenza tra i trasferimenti di residenza dal Sud al Centro Nord e quelli di direzione opposta.

attestandosi su livelli alti. Si tratta prevalentemente di persone in età compresa tra i 25 e i 35 anni che si trasferiscono per motivi di lavoro, con un'incidenza crescente delle persone con elevati titoli di studio. Ai flussi registrati dai cambi di residenza si sommano i lavoratori che pur essendosi trasferiti mantengono la residenza nella regione di origine: secondo l'indagine sulle forze di lavoro il saldo tra quanti lavorano al Centro Nord e risiedono nel Mezzogiorno e quanti si muovono in direzione contraria era di circa 120.000 persone nella media del 2006.

Salari e costo della vita

Sulla base dell'Indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca d'Italia, nel settore privato il differenziale negativo delle retribuzioni tra il Mezzogiorno e il Centro Nord, al netto di imposte e contributi sociali, si attestava a circa il 15 per cento nel 2006, a parità di caratteristiche individuali dei lavoratori. Utilizzando i dati amministrativi dell'INPS, che non consentono di tenere conto del titolo di studio, il differenziale nei salari lordi è valutabile nell'ordine del 20 per cento, a parità di sesso, età e nazione di nascita dei lavoratori.

Gli elevati tassi di disoccupazione e di irregolarità suggeriscono che il livello del costo del lavoro nel Mezzogiorno, pur inferiore a quello del Centro Nord, non consenta l'equilibrio tra la domanda e l'offerta di lavoro, dato il perdurante ritardo di produttività dell'area. In presenza di insufficienti meccanismi di flessibilità salariale, le migrazioni contribuiscono a riequilibrare domanda e offerta. Per un cittadino del Mezzogiorno il divario negativo di retribuzione e la minor probabilità di trovare un impiego si traducono in incentivi a cercare un'occupazione al Centro Nord. In senso opposto opera il più elevato costo della vita che si riscontra nelle regioni più avanzate del Paese.

Stime comparate esaustive sui differenziali regionali del costo della vita per il complesso delle famiglie non sono disponibili. Indicazioni parziali possono tuttavia essere ottenute per importanti componenti della spesa (prezzi di locazione delle abitazioni, alimentari, abbigliamento e arredamento). Nel 2006, secondo i dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, gli affitti medi al Centro Nord erano di circa il 30 per cento più elevati di quelli nel Mezzogiorno, a parità di caratteristiche dell'abitazione e di dimensione del comune di residenza. Recenti stime dell'Istat, riferite ai soli capoluoghi di regione, indicano che il livello dei prezzi è più elevato al Centro Nord di circa il 10 per cento per i beni alimentari, del 3 per l'abbigliamento, del 18 per l'arredamento.

Combinando le informazioni sul costo della vita basate sugli affitti, quelle sulle retribuzioni medie e quelle sulla probabilità di trovare un impiego a parità di caratteristiche personali è possibile calcolare un indicatore sintetico del vantaggio relativo di migrare dal Mezzogiorno al Centro Nord. Tale indicatore suggerisce che l'incentivo economico a migrare, più elevato per i lavoratori con meno di 35 anni, è aumentato nel corso degli anni novanta; esso è tornato a scendere nel decennio in corso. In presenza di differenziali salariali relativamente stabili, tale andamento è stato determinato dal divario nei tassi di disoccupazione, che prima si è ampliato e poi si è ridotto, e dal divario nel prezzo degli affitti, che tra i primi anni novanta e i primi anni del decennio in corso è raddoppiato, frenando i flussi verso le regioni del Centro Nord.

Il credito bancario

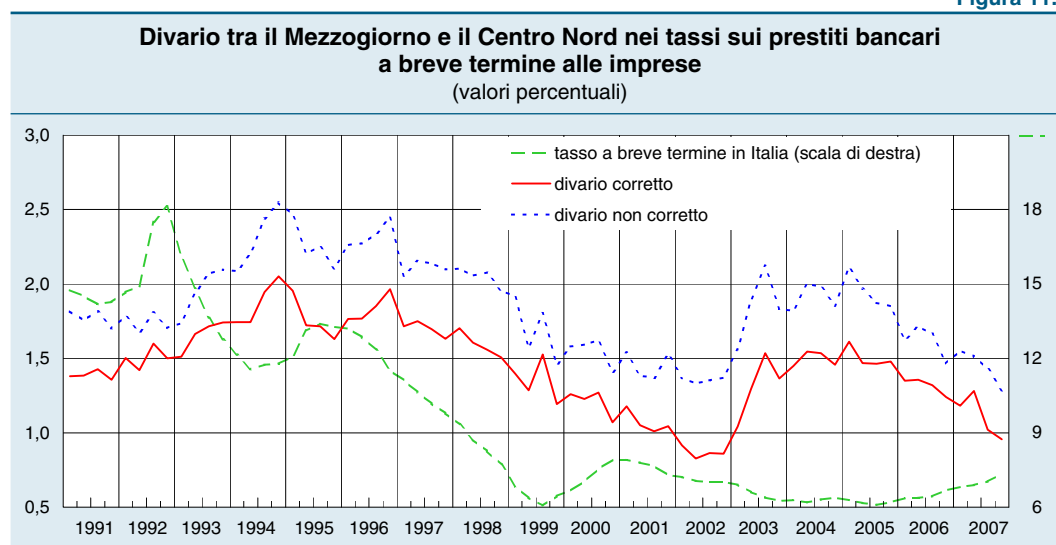
Nel 2007 il credito nel Mezzogiorno è aumentato a ritmi sostenuti (9,2 per cento nell'anno), sebbene abbia subito un rallentamento più marcato rispetto alle altre aree del paese. In particolare, il tasso di crescita dei finanziamenti alle imprese è sceso dal 18,1 al 10,1 per cento, riflettendo la stabilizzazione, su livelli comunque elevati, dei flussi di credito al settore dei servizi. I prestiti all'industria manifatturiera e, soprattutto, al settore delle costruzioni hanno invece continuato a espandersi in misura superiore a quelli delle altre regioni.

Tra il 2003 e il 2007 i prestiti alle imprese nel Mezzogiorno sono aumentati mediamente del 10,7 per cento all'anno, a fronte dell'8,2 per cento di quelli alle imprese del Centro Nord. I differenziali nei tassi di crescita tra le due aree, ampi in tutti i settori di attività, hanno riguardato sia le imprese piccole sia quelle medio-grandi. La crescita è riconducibile a fattori sia di domanda sia di offerta. Il livello storicamente basso del costo dei finanziamenti ha consentito alle imprese meridionali di espandere l'indebitamento, anche per sopperire al modesto aumento delle risorse generate internamente. Le condizioni di offerta sono divenute più favorevoli anche grazie all'attività dei principali gruppi creditizi che negli anni precedenti avevano rafforzato le proprie posizioni nel Mezzogiorno attraverso operazioni di acquisizione.

Nel 2007 il rialzo dei tassi di interesse a breve termine è stato di entità più contenuta nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord; il differenziale del costo del credito tra le due aree si è ridotto di due decimi di punto rispetto all'anno precedente, a 1,3 punti percentuali (alla metà degli anni novanta si collocava sui 2,5 punti percentuali).

Se si calcola il tasso d'interesse medio per le imprese del Mezzogiorno applicando la composizione settoriale e dimensionale dei prestiti erogati alle imprese del Centro Nord (fig. 11.6), il differenziale nel 2007 risulta pari a meno di un punto percentuale. Il divario di costo che permane riflette la più elevata rischiosità delle aziende del Mezzogiorno, riconducibile alle diseconomie esterne che gravano sull'attività produttiva in quell'area. Nelle regioni meridionali la quota di prestiti iscritti a sofferenze ogni anno è strutturalmente superiore a quella del Centro Nord, anche tenendo conto delle caratteristiche produttive della clientela bancaria nelle due aree. Nel 2007, le nuove sofferenze hanno rappresentato l'1,7 per cento dei prestiti nel Mezzogiorno contro lo 0,9 per cento al Centro Nord.

Figura 11.6



Fonte: Centrale dei rischi.

I beni pubblici

La qualità dei beni pubblici risulta in generale inferiore nel Mezzogiorno rispetto al resto del Paese, con ricadute rilevanti sulle condizioni di vita dei cittadini e sul funzionamento dell'economia. I ritardi delle regioni meridionali riguardano sia i servizi in cui le responsabilità della regolamentazione, dell'organizzazione e delle decisioni di spesa sono affidate prevalentemente al governo nazionale, come l'istruzione (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*) e la giustizia civile, sia quelli in cui è maggiore il decentramento a livello locale.

La giustizia civile. – I tempi necessari per la risoluzione delle controversie sono sensibilmente superiori nei tribunali del Mezzogiorno rispetto a quelli del Centro Nord. Nel 2005 la durata dei procedimenti di primo grado al Sud era pari a 1.124 giorni per la cognizione ordinaria e a 1.011 giorni per le cause in materia di lavoro, previdenza e assistenza. Tali valori superano quelli dei tribunali del Centro Nord del 42,6 e 74,1 per cento, rispettivamente. I divari permangono anche se si considera il grado di appello (22,7 e 51,5 per cento, rispettivamente).

La litigiosità, misurata dal numero di nuovi procedimenti avviati nell'anno per abitante, risulta significativamente superiore nelle regioni meridionali rispetto al resto del Paese. Nel 2005 il numero di nuovi procedimenti di cognizione ordinaria e in materia di lavoro e previdenza avviati era pari nel Mezzogiorno a 2,4 per 100 abitanti, rispetto a 1,2 del Centro Nord. Vi contribuisce la maggiore incidenza nelle regioni meridionali delle cause in materia di lavoro e previdenza.

Le regioni meridionali si caratterizzano anche per la maggiore numerosità degli avvocati (1,8 avvocati per mille abitanti nel Mezzogiorno rispetto a 1,4 del Centro Nord, in media nel periodo 2000-05). Analisi econometriche suggeriscono che il numero di avvocati incide positivamente sul tasso di litigiosità (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali); l'effetto risulta più pronunciato nel Mezzogiorno rispetto al resto del Paese.

La distribuzione territoriale dei magistrati di tribunale rispetto alla popolazione risulta sbilanciata in favore delle regioni del Mezzogiorno. Elaborazioni condotte su dati del Ministero della Giustizia e del Consiglio superiore della magistratura relativi al 2005 indicano che il rapporto tra numero di magistrati addetti al settore civile e popolazione residente al Sud supera del 28,2 per cento il valore del Centro Nord. La più elevata presenza di magistrati nelle regioni meridionali ne riflette la maggiore litigiosità corrente: il numero di nuovi procedimenti civili avviati nei tribunali rapportato al numero di magistrati addetti al settore civile risultava nel 2005 relativamente omogeneo a livello nazionale, con valori nel Mezzogiorno solo lievemente più elevati rispetto alle altre aree. Tuttavia, i magistrati del Mezzogiorno si trovano oggi a smaltire un carico maggiore rispetto ai magistrati del Centro Nord per l'accumulo di cause pregresse, con potenziali ripercussioni negative sulla durata dei procedimenti.

La sanità. – Il processo di decentramento nel settore della sanità ha determinato l'emergere nelle regioni di modelli organizzativi e gestionali diversi, ai quali sono associati livelli differenziati di efficienza della spesa e di qualità dei servizi. Diversi indicatori segnalano una minore efficienza della spesa e una minore capacità di rispondere alla domanda di servizi sanitari nelle regioni del Mezzogiorno rispetto a quelle del Centro Nord.

La spesa farmaceutica mostra un'ampia variabilità regionale che riflette, almeno in parte, le differenze nelle politiche e negli strumenti di controllo della spesa adottati dalle Regioni. Nel 2006 nel Mezzogiorno la spesa pubblica pro capite, ponderata per i bisogni farmaceutici della popolazione per fascia di età, è stata superiore del 18 per cento a quella rilevabile in media al Centro Nord.

Nel Mezzogiorno si registra un più elevato grado di inappropriatezza nelle prestazioni ospedaliere. È meno diffusa la fornitura di prestazioni ad alta complessità. Nei ricoveri ospedalieri, la mobilità in uscita dei pazienti verso regioni diverse da quella di residenza è superiore nelle regioni meridionali rispetto al resto del Paese.

Alcuni indicatori del grado di inappropriatezza elaborati dal Ministero della Salute (la percentuale di parti cesarei sul totale e la percentuale di pazienti dimessi da reparti chirurgici ospedalieri senza aver subito interventi) nel 2004 risultavano superiori alla media nazionale in tutte le regioni del Mezzogiorno. Nello stesso anno, l'indice di complessità dei casi trattati fornito dal Ministero della Salute risultava inferiore alla media nazionale in tutte le regioni meridionali. Nel 2004 il 9,8 per cento dei cittadini del Meridione sottoposti a ricovero aveva scelto ospedali di altre regioni; l'analogo valore per il Centro Nord era pari al 5,2 per cento.

I servizi pubblici locali. – Pur con intensità variabile nei vari settori, il comparto presenta nelle regioni meridionali elementi di arretratezza rispetto al Centro Nord, con riferimento sia alla qualità dei servizi sia all'efficienza delle imprese. L'attuazione delle misure di liberalizzazione e di modernizzazione del settore, introdotte a partire dagli anni novanta, è stata meno efficace nel Mezzogiorno. Il recente sviluppo di operatori di rilevanza nazionale, generalmente multiservizio e quotati in borsa, ha interessato esclusivamente imprese del Centro Nord (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali*).

Gli indicatori disponibili mostrano che, nel complesso, i cittadini del Mezzogiorno ricevono servizi di qualità inferiore rispetto ai cittadini del Centro Nord. Inoltre, nelle regioni meridionali si registrano maggiori ritardi nel raggiungimento degli obiettivi di politica ambientale tipici della regolamentazione dei servizi pubblici locali.

Secondo gli indicatori elaborati dall'Istat, nel settore idrico oltre un quarto delle famiglie meridionali denuncia irregolarità nell'erogazione rispetto a un quindicesimo delle famiglie del Centro Nord. Secondo un'indagine effettuata dalla Banca d'Italia, il grado di dispersione della rete idrica nel Mezzogiorno è pari al 53,5 per cento rispetto al 32,3 per cento del Centro Nord. Nel settore dei rifiuti urbani, le regioni meridionali appaiono complessivamente in ritardo nel processo di modernizzazione delle modalità di trattamento e smaltimento dei rifiuti rispetto alle regioni centrali e settentrionali. Nel 2005 la percentuale di raccolta differenziata era pari all'8,7 per cento al Sud rispetto al 19,4 per cento del Centro e al 38,1 del Nord. Alla minore diffusione della raccolta differenziata nel Mezzogiorno si collega il maggiore ricorso in quest'area alla discarica come modalità di smaltimento e l'inferiore dotazione di impianti di termovalorizzazione e di compostaggio. Dall'indagine multiscopo dell'Istat emerge che i trasporti pubblici locali sono utilizzati con minore intensità nel Mezzogiorno e che il grado di insoddisfazione per il servizio è più elevato al Sud che al Centro Nord.

Dall'analisi dei bilanci delle imprese dei servizi pubblici locali emergono indicazioni di minore produttività (nei rifiuti, nel settore idrico e nel trasporto pubblico locale) e di minore redditività (nei rifiuti e nel trasporto pubblico locale) delle imprese del meridione rispetto a quelle del Centro Nord.

Nel settore dei rifiuti si registrano i più rilevanti ritardi nell'attuazione delle riforme e le maggiori manchevolezze rispetto al resto del Paese. Le amministrazioni regionali, alle quali la legge affida compiti fondamentali nella programmazione del ciclo dei

rifiuti e nella realizzazione delle infrastrutture, sono state commissariate in Calabria, Campania, Puglia e Sicilia.

Nel settore dei trasporti locali le regioni meridionali si caratterizzano per un ancor minore avanzamento del processo di liberalizzazione.

Da un'indagine della Banca d'Italia, effettuata nei capoluoghi di provincia, emerge che le regioni del Mezzogiorno occupano le ultime posizioni nella classifica relativa all'intensità di liberalizzazione del settore che tiene conto delle modalità di affidamento del servizio, dell'eventuale presenza di privati nelle aziende di trasporto e della separazione tra la proprietà di reti e impianti e la gestione.

La dimensione della politica regionale e gli strumenti utilizzati

L'entità della spesa pubblica in conto capitale. – Il complesso della spesa in conto capitale della Pubblica amministrazione destinata al Sud si basa su risorse ordinarie e risorse aggiuntive. Queste ultime si avvalgono di un fondo nazionale (Fondo per le aree sottoutilizzate - FAS, dal 2003 per l'85 per cento riservato al Sud), stanziato nelle leggi finanziarie e ripartito sui vari strumenti dal CIPE, e dei fondi strutturali europei (con relativo cofinanziamento nazionale), definiti in sede comunitaria. Le risorse aggiuntive rispondono al criterio di addizionalità a cui devono ottemperare secondo l'impostazione comunitaria le politiche regionali nell'Unione; per quelle ordinarie vige l'impegno di destinarne il 30 per cento al Sud. Per il complesso della spesa in conto capitale destinata al Sud era stato fissato all'inizio di questo decennio l'obiettivo del 45 per cento sul totale nazionale.

Tra il 1998 e il 2006 la spesa effettiva cumulata nel Mezzogiorno è stata pari a 181 miliardi (per una media annua corrispondente a circa il 6,5 per cento del PIL dell'area, poco meno di mille euro per abitante), di cui 88 miliardi finanziati dalle fonti aggiuntive. Al Centro Nord sono affluiti nello stesso periodo circa 300 miliardi (3,4 per cento del PIL dell'area e circa 900 euro per abitante in media annua). L'ordine di grandezza della spesa in conto capitale aggiuntiva affluita nel Mezzogiorno è simile a quello dell'intervento straordinario nel periodo che va dai primi anni cinquanta ai primi anni novanta (compreso fra lo 0,5 e l'1 per cento del PIL nazionale). Le stime per il 2007 indicano una spesa in conto capitale della Pubblica amministrazione nel Mezzogiorno di circa 22 miliardi di euro, corrispondenti al 35,3 per cento del totale delle erogazioni nazionali.

Nell'ambito della spesa in conto capitale il Mezzogiorno si caratterizza per la quota relativamente elevata dei trasferimenti rispetto agli investimenti diretti (rispettivamente 43,8 e 56,2 per cento, contro 35,2 e 64,8 per cento nel Centro Nord); ciò riflette le maggiori allocazioni per le politiche di incentivazione alle imprese.

L'indicatore elaborato dall'Istituto Tagliacarne (che tiene conto di misure fisiche delle infrastrutture rapportate alle dimensioni dell'area e della popolazione) mostra che le dotazioni di infrastrutture economiche e sociali nel Mezzogiorno ammontavano nel 2004 a circa i due terzi di quelle del Centro Nord. Dall'analisi dei flussi cumulati della spesa per opere pubbliche nei passati 50 anni, rapportati alla popolazione e alle dimensioni del territorio, non emergerebbe invece un divario a sfavore del Mezzogiorno. Tale risultato suggerisce l'esistenza di inefficienze nella spesa in opere pubbliche in quest'ultima area.

Gli strumenti. – La politica regionale si articola in numerosi strumenti di intervento, volti sia a compensare gli svantaggi di localizzazione (incentivi al capitale, al lavoro,

fiscali; governati secondo regole automatiche, valutative o negoziali), sia a realizzare investimenti pubblici (opere pubbliche, servizi alle imprese e alle persone), avvalendosi anche di meccanismi di incentivazione, la “premialità”, ampiamente rivisti nel corso del 2007. Tra gli strumenti di intervento rientrano quelli della cosiddetta programmazione negoziata, volta a promuovere i sistemi di imprenditoria locale e caratterizzata da combinazioni di compensazioni e investimenti pubblici.

I Patti territoriali, strumenti della programmazione negoziata, sono accordi sottoscritti dalle amministrazioni pubbliche e dalle associazioni di categoria di gruppi di comuni limitrofi, facenti parte di aree sottoutilizzate, volti a favorire lo sviluppo locale. Essi usufruiscono di finanziamenti pubblici da utilizzare in larga parte per incentivi agli agenti economici e in minore misura per infrastrutture locali. Dal 1997 sono stati avviati 220 Patti; attualmente, quasi metà della popolazione italiana risiede in un comune appartenente a un Patto (circa l'80 per cento nel Mezzogiorno). Comparando la dinamica dell'occupazione e delle unità locali delle imprese nei comuni appartenenti a un Patto territoriale con quella di comuni simili per caratteristiche socioeconomiche che non hanno aderito a tali iniziative, risulta che nel periodo 1996-2004 la partecipazione a un Patto territoriale non ha avuto effetti significativi sulla crescita dell'occupazione e delle unità locali.

Gli studi effettuati su importanti misure di incentivazione degli investimenti (legge 19 dicembre 1992, n. 488 e legge 23 dicembre 2000, n. 388), per le quali la quota relativa al Mezzogiorno sul totale delle agevolazioni approvate nel periodo 2003-06 era rispettivamente pari all'82,6 e al 98,4 per cento, indicano che l'efficacia degli incentivi è limitata.

Un confronto dell'attività d'investimento delle imprese agevolate dalla legge 488/1992 con quelle che pur avendo richiesto il sussidio non sono state finanziate suggerisce che gli incentivi indurrebbero soprattutto effetti di sostituzione intertemporale nelle decisioni d'investimento. Gli incentivi erogati attraverso il credito d'imposta ex legge 388/2000 sarebbero invece risultati maggiormente efficaci nello stimolare investimenti addizionali. Per questa forma di incentivazione, tuttavia, lo stimolo all'accumulazione sarebbe stato limitato dall'introduzione, dopo meno di due anni dall'avvio, di criteri maggiormente restrittivi per l'accesso all'agevolazione rispetto a quelli originariamente previsti. La limitata efficacia degli incentivi agli investimenti emerge anche dai risultati dell'Indagine sulle imprese industriali della Banca d'Italia relativa al 2005, nella quale agli imprenditori intervistati è stato chiesto di indicare le azioni che avrebbero intrapreso in assenza delle misure di incentivazione. Secondo tale indagine l'effetto delle agevolazioni sarebbe nel complesso modesto: per le imprese meridionali gli investimenti addizionali ammonterebbero a circa il 30 per cento dei sussidi ricevuti (10 per cento per le imprese centro settentrionali).

Il nuovo ciclo di programmazione di politica regionale

Il Quadro strategico nazionale. – Nel luglio 2007 la Commissione europea ha approvato la proposta italiana di Quadro strategico nazionale (QSN) che definisce le risorse aggiuntive di cui potrà disporre la politica regionale nel periodo 2007-2013 (decisione CE 13 luglio 2007, n. 3329).

L'allocazione delle risorse previste dal Fondo sociale europeo (FSE) e dal Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR) è realizzata attraverso l'individuazione di tre obiettivi: l'Obiettivo convergenza, cui partecipano alcune regioni del Mezzogiorno (Basilicata in regime di *phasing out*, Calabria, Campania, Puglia e Sicilia); l'Obiettivo competitività regionale e occupazione, cui accedono le regioni del Centro e del Nord e le restanti regioni del Mezzogiorno (Abruzzo, Molise e Sardegna, quest'ultima in regime di *phasing in*); l'Obiettivo cooperazione territoriale europea, che coinvolge al-

cune città italiane ai fini del potenziamento dell'attività turistica. Ai tre obiettivi sono attribuiti rispettivamente il 72,1, il 26,0 e l'1,8 per cento delle risorse comprensive del cofinanziamento allocate a livello nazionale. Alle regioni del Mezzogiorno sono destinati 47 miliardi di euro (12,3 al Centro Nord), a cui si aggiungono gli stanziamenti del FAS (53,8 miliardi, di cui circa 3 destinati agli Obiettivi di servizio).

Per il periodo di programmazione 2000-06, le risorse comunitarie dell'Obiettivo 1 stanziato in favore del Mezzogiorno sono state pari a circa 1.200 euro per abitante, sostanzialmente allineate a quelle previste per le regioni in ritardo di sviluppo della Germania e inferiori, tra le principali economie europee, solo alle risorse stanziato per le regioni spagnole (circa 1.700 euro per abitante). Secondo le informazioni della Commissione europea, riferite al 2006, la percentuale dei fondi strutturali erogati nel Mezzogiorno era inferiore a quelle registrate in Spagna e Germania e superiore, nell'Europa dei 15, a quella della sola Grecia. In base ai dati del Ministero dello Sviluppo economico, a fine 2007 i pagamenti totali rappresentavano l'81 per cento della somma del contributo comunitario e del relativo cofinanziamento nazionale (a fine 2005 la quota era pari al 54 per cento).

Gli obiettivi di servizio. – Il precedente periodo di programmazione aveva introdotto un meccanismo di “premialità”, che destinava risorse addizionali alle amministrazioni che avessero raggiunto determinati obiettivi. Anche a supporto del monitoraggio di tale meccanismo era stato costruito un ampio set di indicatori; quelli specificamente adoperati nella “premialità” si riferivano soprattutto a innovazioni di tipo procedurale nell'azione amministrativa. Il QSN 2007-2013 rafforza il meccanismo di “premialità” e ne modifica la logica, prendendo in esame l'effettiva performance in quattro ambiti di servizio: istruzione, assistenza per l'infanzia e gli anziani, rifiuti urbani, servizi idrici. Al meccanismo partecipano tutte le regioni del Mezzogiorno e, limitatamente al primo ambito, anche il Ministero dell'Istruzione.

Tavola 11.2

Obiettivi di servizio	
AMBITI	INDICATORI
Elevare le competenze degli studenti e le capacità di apprendimento della popolazione	Riduzione dell'abbandono scolastico. Quota di giovani con età compresa tra i 18 e i 24 anni, con titolo di studio inferiore al diploma di scuola secondaria superiore e che non partecipa ad altre attività formative Percentuale degli studenti quindicenni con un basso livello di competenza nella lettura Percentuale degli studenti quindicenni con un basso livello di competenza nella matematica
Aumentare i servizi di cura alla persona, alleggerendo i carichi familiari per innalzare la partecipazione delle donne al mercato del lavoro	Comuni che hanno attivato il servizio di asilo nido sul totale dei comuni della regione Bambini fino ai tre anni che hanno usufruito del servizio di asilo nido sul totale della popolazione tra 0 e 3 anni Anziani assistiti in assistenza domiciliare integrata (ADI) rispetto al totale della popolazione di età superiore a 64 anni
Tutelare e migliorare la qualità dell'ambiente, in relazione al sistema di gestione dei rifiuti urbani	Rifiuti urbani smaltiti in discarica per abitante all'anno Percentuale di raccolta differenziata sul totale dei rifiuti urbani raccolti Quota di frazione umida trattata in impianti di compostaggio sulla frazione di umido nel rifiuto urbano totale per la produzione di compost (ex D.lgs 217/06)
Tutelare e migliorare la qualità dell'ambiente, in relazione al servizio idrico integrato	Acqua erogata sul totale dell'acqua immessa nelle reti di distribuzione comunale Abitanti equivalenti serviti da impianti di depurazione delle acque reflue, con trattamento secondario e terziario, rispetto agli abitanti equivalenti totali urbani della regione
Fonte: Ministero dello Sviluppo economico.	

La performance è misurata da undici indicatori quantitativi (tav. 11.2), con un momento di verifica preliminare al 2009 e uno finale al 2013. Le risorse “premiali” sono ripartite equamente tra i diversi ambiti e per ciascun indicatore è fissato un valore obiettivo comune a tutte le regioni, assunto come standard minimo. Per tenere conto dell’eterogeneità delle condizioni di partenza in ciascuna regione e per ciascun singolo indicatore, vi è la possibilità di invocare una “clausola di flessibilità”. In base a questa, il premio è ottenibile da una regione se, per un massimo di quattro indicatori (non tutti appartenenti allo stesso ambito), alla verifica del 2013 sia stato colmato almeno il 60 per cento della distanza tra il valore di partenza e il valore obiettivo. Anche tenendo conto di tale clausola, alcune simulazioni condotte con riferimento agli indicatori per i quali si dispone di una serie storica pregressa segnalano come il raggiungimento degli obiettivi minimi comporti una significativa accelerazione rispetto alle tendenze del passato, con differenze notevoli tra regioni.

La misurazione della performance effettiva di importanti servizi pubblici sulla base di indicatori oggettivi, e non sulla base di quanto dichiarato dalle amministrazioni interessate, rappresenta un’importante innovazione atta a diffondere una logica amministrativa orientata al risultato più che alle procedure formali. In molti degli ambiti considerati è tuttavia necessario che anche la politica ordinaria sia riformata e riorientata al risultato. Possibili distorsioni possono discendere dall’incentivo a considerare solo gli aspetti misurati dagli indicatori a discapito di altri. Un importante contributo all’efficacia dell’iniziativa potrà derivare da una adeguata conoscenza del meccanismo di “premialità” da parte delle popolazioni direttamente interessate.

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

Nel 2007 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia (37,4 miliardi, pari al 2,4 per cento del PIL; tav. 12.1) si è lievemente ridotto rispetto al massimo del 2006. La riduzione si deve al netto miglioramento del saldo mercantile, in particolare al significativo ampliamento dell'attivo dei prodotti non energetici, ascrivibile alla marcata crescita delle esportazioni. Il disavanzo energetico, in costante crescita negli anni precedenti, si è leggermente contratto, riflettendo l'incremento delle esportazioni di prodotti petroliferi raffinati e l'apprezzamento dell'euro. Si è molto ampliato il deficit dei servizi (da 1,3 a 7,0 miliardi), per il sostenuto aumento degli acquisti all'estero di servizi di trasporto, viaggi e, soprattutto, di servizi per le imprese, in particolare, "servizi tecnici e professionali". Anche il disavanzo dei redditi è aumentato, da 13,6 a 19,7 miliardi, per effetto dell'ampliarsi del deficit nei redditi da capitale. Questo peggioramento è riconducibile all'andamento dei rendimenti di mercato sui titoli italiani, di debito e azionari, aumentati durante l'anno più di quelli sulle attività estere. Il disavanzo dei trasferimenti unilaterali è rimasto sostanzialmente invariato (13,7 miliardi).

Al deficit complessivo del conto corrente e del conto capitale, pari a 34,7 miliardi, hanno corrisposto afflussi netti nel conto finanziario per 26,1. È rimasto quindi elevato (8,6 miliardi) il saldo, positivo, della voce "errori e omissioni". L'avanzo per investimenti di portafoglio si è fortemente contratto rispetto al 2006, da 44,3 a 18,1 miliardi. Risentendo di due operazioni straordinarie effettuate da imprese italiane, gli investimenti diretti hanno registrato uscite nette per 37,0 miliardi (2,3 nel 2006). Negli "altri investimenti", dopo tre anni di deficit, si sono registrati invece afflussi netti per 46,1 miliardi, anche a causa della crescita della raccolta sull'estero delle banche. Le riserve ufficiali sono aumentate di 1,5 miliardi.

In Italia, come nella gran parte dei paesi europei, le statistiche sugli scambi reali e finanziari con l'estero si sono tradizionalmente basate sulla rilevazione del pagamento corrispondente. Finché i pagamenti internazionali erano concentrati nel sistema bancario residente, la segnalazione da parte delle banche del valore e della natura delle transazioni per conto della clientela assicurava la buona qualità dei dati e consentiva una copertura censuaria dell'universo. I vincoli amministrativi un tempo esistenti sulle transazioni finanziarie e sulla detenzione di conti all'estero e la scarsa incidenza delle multinazionali tra le imprese italiane rendevano assai più semplice di oggi la rilevazione dei fenomeni economici sottostanti. Negli ultimi anni l'efficacia di questo sistema di rilevazione si è ridotta per la fortissima intensificazione delle transazioni internazionali e l'attenuarsi della corrispondenza tra residenza dei contraenti e luogo di regolamento del pagamento, e si ridurrà ancora con la creazione dell'area unica dei pagamenti. Da parte delle banche centrali e degli istituti di statistica si è sviluppata una riflessione in ambito internazionale sulla adeguatezza delle rilevazioni esistenti. Più paesi europei hanno modificato di recente il loro sistema di raccolta dei dati, passando alla rilevazione campionaria presso le imprese (finanziarie e non finanziarie) degli scambi con l'estero. Nel nostro paese, dove da tempo vengono rilevati attraverso indagini campionarie il turismo internazionale, i trasporti e le consistenze di gran parte delle attività finanziarie, il passaggio a un esteso sistema di rilevazione campionaria dei dati per la bilancia dei pagamenti è iniziato nel 2007, a cura dell'Ufficio italiano dei cambi. A seguito dell'assorbimento dell'Ufficio nella Banca d'Italia quest'ultima ha iniziato a ricevere nel 2008 i dati raccolti presso un campione di circa 7.000 imprese. I primi risultati sa-

ranno disponibili nel corso dell'anno corrente; a regime le segnalazioni bancarie per conto della clientela verranno abbandonate, come già avvenuto per quelle relative alle merci, rilevate in altro modo dall'Istat.

Tavola 12.1

Bilancia dei pagamenti (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007
Conto corrente	-17,4	-13,1	-23,6	-38,5	-37,4
Merci	9,9	8,9	0,5	-10,2	2,9
Prodotti non energetici (2)	35,3	36,9	37,5	37,5	47,7
Prodotti energetici (2)	-25,4	-28,0	-37,0	-47,7	-44,7
Servizi	-2,4	1,2	-0,5	-1,3	-7,0
Redditi	-17,8	-14,8	-13,6	-13,6	-19,7
Trasferimenti unilaterali	-7,1	-8,3	-10,0	-13,5	-13,7
di cui: istituzioni della UE	-6,3	-6,5	-8,1	-8,3	-8,0
Conto capitale	2,3	1,7	1,0	1,9	2,7
Attività intangibili	-0,1	..	0,1	-0,1	-0,1
Trasferimenti unilaterali	2,3	1,7	0,9	2,0	2,7
di cui: istituzioni della UE	3,6	2,8	3,4	3,8	3,7
Conto finanziario	17,3	9,0	20,9	25,4	26,1
Investimenti diretti	6,5	-2,0	-17,6	-2,3	-37,0
all'estero	-8,0	-15,5	-33,6	-33,5	-66,3
in Italia	14,5	13,5	16,1	31,3	29,4
Investimenti di portafoglio	3,4	26,4	43,4	44,3	18,1
azioni	-16,0	0,5	-16,0	-8,8	-0,3
titoli di debito	19,4	25,9	59,3	53,1	18,4
Derivati	-4,8	1,8	2,3	-0,4	0,4
Altri investimenti	13,7	-19,6	-8,1	-16,7	46,1
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (3)	40,6	-10,0	27,0	44,0	83,0
Variazione riserve ufficiali (4)	-1,4	2,3	0,8	0,4	-1,5
Errori e omissioni	-2,2	2,4	1,7	11,2	8,6

(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.

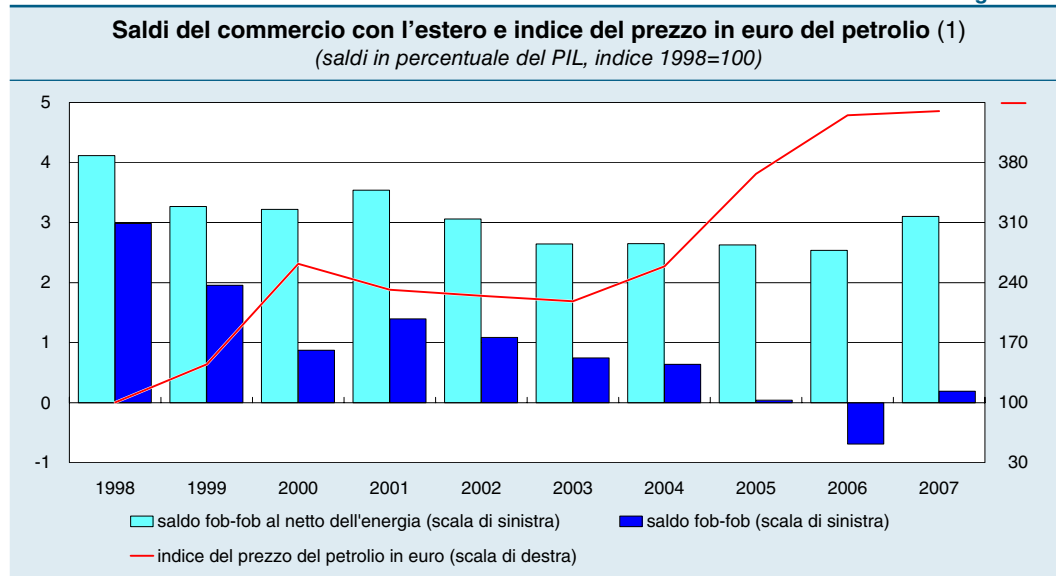
Il debito estero netto dell'Italia alla fine del 2007 è aumentato a 80,0 miliardi (5,2 per cento del PIL), da 67,1 alla fine del 2006 (4,5 per cento del PIL). La variazione include anche gli aggiustamenti di valutazione sugli stock che hanno avuto come esito una modesta riduzione del debito: l'apprezzamento dell'euro ha ridotto il valore delle attività; allo stesso tempo il valore di mercato dei titoli a lungo termine al passivo del Paese è anch'esso diminuito, in corrispondenza con l'aumento dei tassi di interesse.

Il conto corrente e il conto capitale

Gli scambi di merci. – Dopo il deficit registrato nel 2006, il saldo merci nella valutazione fob-fob è tornato positivo, registrando un avanzo di 2,9 miliardi (0,2 per

cento del PIL; fig. 12.1). L'avanzo nei prodotti non energetici si è nettamente ampliato, a 47,7 miliardi di euro (3,1 per cento del PIL), dai 37,5 del 2006 (2,5 per cento del PIL). Il disavanzo energetico si è ridotto di 3,0 miliardi (da 47,7 a 44,7 miliardi), beneficiando del sostenuto incremento delle esportazioni di prodotti raffinati e dell'apprezzamento dell'euro che, nella media dell'anno, ha attenuato l'aumento delle quotazioni in dollari del petrolio. Il deficit energetico è tuttavia tornato ad aumentare nell'ultima parte del 2007, per effetto degli ulteriori, forti rincari del petrolio (circa 3 miliardi di peggioramento nel secondo semestre).

Figura 12.1



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

(1) Il saldo dei prodotti energetici comprende le seguenti categorie Ateco: minerali energetici, prodotti petroliferi raffinati, energia elettrica e gas; l'indice del prezzo del petrolio è basato sul prezzo medio in dollari delle tre principali qualità di petrolio convertito in euro.

Nonostante il rallentamento del commercio mondiale e l'apprezzamento dell'euro, la crescita delle esportazioni di beni in valore è rimasta robusta (10,1 per cento) e solo marginalmente più contenuta rispetto a quella del 2006 (11,1 per cento). La decelerazione delle importazioni in valore è risultata invece significativa (6,0 per cento dal 14,8 del 2006); è stata accentuata dall'apprezzamento dell'euro.

I dati sul commercio cif-fob relativi all'interscambio in volume, recentemente rivisti dall'Istat, confermano il positivo andamento delle esportazioni italiane e la debole dinamica delle importazioni (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Le esportazioni italiane di beni in quantità sono cresciute del 5,0 per cento, un tasso in linea con quello delle economie avanzate e, a differenza di quest'ultimo, solo in lieve rallentamento rispetto al 2006 (5,5 per cento). Le importazioni in volume sono aumentate del 3,5 per cento, in lieve decelerazione rispetto al 2006 (4,0 per cento), risentendo della debole dinamica della produzione industriale.

Il forte aumento delle esportazioni tedesche dal 2003 è spesso il riferimento per valutare la minore capacità della Francia e dell'Italia di crescere al ritmo della domanda internazionale. Alla dinamica delle esportazioni tedesche ha corrisposto, nel periodo, una crescita molto decisa delle importazioni, che ha riflesso anche un maggiore ricorso all'acquisizione all'estero di input intermedi. Pur riducendo il valore aggiunto sul fatturato, la riorganizzazione produttiva che ne è derivata ha consentito all'economia tedesca di aumentare la capacità competitiva sui mercati internazionali. L'esame dei dati aggregati disponibili conferma che la manifattura tedesca ha accresciuto nettamente il ricorso a fornitori esteri dalla metà degli anni novanta;

esso suggerisce d'altra parte anche per l'Italia un processo di internazionalizzazione non dissimile a quello della Germania. In base alle informazioni ricavate dalle tavole input-output recentemente pubblicate dagli istituti di statistica dei due paesi, nel 2003 il contenuto diretto e indiretto di importazioni della produzione (al netto dei prodotti energetici), uno dei principali indicatori del grado di outsourcing internazionale, era pari per l'Italia al 14,6 per cento, un valore analogo a quello stimato per l'economia tedesca. Se si esamina il solo settore manifatturiero, il ricorso ad attività di outsourcing internazionale da parte delle imprese italiane è lievemente più elevato rispetto a quello delle imprese tedesche: lo stesso indicatore si è attestato infatti al 26,5 per cento per le prime e al 24,7 per le seconde. L'outsourcing internazionale appare particolarmente intenso nei settori a elevato contenuto tecnologico, dove per ogni cento euro di beni prodotti il contenuto diretto e indiretto di importazioni è di circa 32 euro per l'Italia e 26 per la Germania. Per entrambe le economie il passaggio verso una maggiore frammentazione internazionale della produzione è stato pronunciato nel periodo tra il 1995 e il 2000, meno dinamico nel triennio successivo. Fonti campionarie disponibili per l'Italia sembrano confermare una ripresa tra il 2004 e il 2007 della frammentazione internazionale della produzione (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali).

Le informazioni sulla distribuzione geografica degli scambi di merci indicano che nel 2007 il saldo è migliorato sia nei confronti dei paesi della UE-27 che di quelli esterni (tav. 12.2).

Tavola 12.2

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2006 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori	
	2007			2007			2006	2007
Paesi della UE-27	222,7	9,5	60,8	213,8	6,4	58,8	2,5	8,9
Area dell'euro a 15	167,0	9,2	45,6	172,3	6,0	47,4	-9,6	-5,4
di cui: Francia	42,4	8,3	11,6	34,0	4,3	9,4	6,6	8,4
Germania	47,7	8,5	13,0	63,7	8,6	17,5	-14,7	-16,0
Spagna	27,4	11,9	7,5	15,9	7,1	4,4	9,6	11,5
Altri paesi della UE-27	55,7	10,5	15,2	41,4	7,9	11,4	12,0	14,3
di cui: Regno Unito	21,5	6,0	5,9	12,5	-1,4	3,4	7,6	9,0
Resto del mondo	143,7	11,1	39,2	149,7	5,4	41,2	-12,7	-6,0
Cina	6,3	10,9	1,7	20,2	20,5	5,6	-11,1	-13,9
Giappone	4,3	-3,2	1,2	5,2	-2,2	1,4	-0,8	-0,8
OPEC	17,6	23,1	4,8	32,9	0,3	9,0	-18,5	-15,3
Russia	9,6	25,7	2,6	13,3	5,4	3,7	-5,0	-3,7
Stati Uniti	24,4	-0,6	6,7	10,7	3,0	2,9	14,2	13,8
Svizzera	13,5	6,0	3,7	11,2	7,4	3,1	2,3	2,3
Altri	68,0	13,3	18,6	56,3	4,6	15,5	6,2	11,7
Totale	366,4	10,1	100,0	363,5	6,0	100,0	-10,2	2,9

Tra i principali paesi dell'area dell'euro, un lieve peggioramento del saldo ha riguardato solo la Germania: l'aumento del deficit ha riflesso l'andamento dell'interscambio di mezzi di trasporto, settore in cui le esportazioni tedesche sono eccezionalmente dinamiche da alcuni anni. L'avanzo nei confronti della Francia e, soprattutto, della Spagna è invece migliorato, beneficiando dell'andamento ancora vivace della domanda in questi due paesi.

Il disavanzo nei confronti dei paesi esterni all'Unione europea si è significativamente ridotto per effetto di una crescita sostenuta delle vendite verso i paesi esportatori di materie energetiche, la cui capacità di spesa è cresciuta con gli introiti petroliferi. Il deficit con i paesi dell'OPEC, in particolare con quelli dell'area mediorientale, si è ridotto di 3,2 miliardi di euro, attestandosi a 15,3 miliardi. Il miglioramento del saldo con questi paesi ha beneficiato dell'elevato ritmo di crescita delle esportazioni nel settore della meccanica e delle macchine elettriche, mentre il valore delle importazioni di greggio è rimasto, nella media dell'anno, invariato rispetto al 2006. Anche il disavanzo nei confronti della Russia si è contratto grazie

alla forte crescita delle esportazioni, soprattutto nei settori della meccanica e dell'abbigliamento. È invece ulteriormente aumentato il deficit con la Cina, per la più marcata dinamica delle importazioni rispetto alle esportazioni; il deterioramento ha riguardato soprattutto il settore dei metalli e prodotti in metallo e la componente relativa ai beni di consumo nel comparto delle macchine elettriche e delle macchine e apparecchi meccanici.

Il surplus dei beni manufatti (cif-fob), al netto dei prodotti petroliferi raffinati, è salito di circa 8 miliardi, collocandosi a 45,8 miliardi (3,0 per cento del PIL). Il contributo principale continua a derivare dal settore delle macchine e degli apparecchi meccanici, il cui avanzo è ulteriormente cresciuto di 5,0 miliardi (tav. 12.3). Altri contributi positivi al miglioramento del saldo dei beni sono venuti dalla contrazione del disavanzo negli apparecchi elettrici e di precisione e nei mezzi di trasporto. Anche nei settori tradizionali, cuoio e prodotti in cuoio, prodotti tessili e abbigliamento, vi è stato un miglioramento dell'attivo (in quest'ultimo comparto per la prima volta dal 2001). I settori dei prodotti chimici e dei metalli e prodotti in metallo hanno invece registrato un aumento del disavanzo, rispettivamente di 1,0 e 0,7 miliardi di euro.

Tavola 12.3

Esportazioni e importazioni di beni cif-fob per settore di attività economica: variazione in valore del saldo sul periodo precedente <i>(miliardi di euro)</i>											
VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (1)	Variazione del saldo cumulata 1998-2007	Variazione del saldo cumulata 2005-2007
Totale (2)	-10,5	-12,1	7,3	-1,4	-6,2	-2,8	-8,1	-11,1	11,7	-33,3	0,6
Totale manufatti al netto dei prod. petroliferi raffinati	-8,2	2,5	6,2	-2,4	-5,9	0,6	0,4	1,0	8,0	2,2	9,0
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	0,3	-0,5	0,6	-0,1	-0,3	-0,3	0,3	-0,3	0,2	-0,1	-0,2
Minerali energetici e non energetici	-2,2	-14,2	0,9	2,6	-1,2	-4,1	-11,9	-11,3	0,9	-40,5	-10,4
Prodotti trasformati e manufatti	-8,5	2,8	6,9	-3,4	-4,6	1,5	3,0	1,2	9,8	8,7	11,0
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	0,6	-0,5	-0,3	0,9	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	0,2	..	-0,1
Prodotti dell'industria tessile e abbigliamento	-1,1	1,2	1,0	-1,3	-1,4	-0,6	-0,9	-0,8	0,4	-3,3	-0,3
Cuoio e prodotti in cuoio	-0,2	0,9	0,2	-0,9	-0,7	0,1	-0,4	0,2	0,3	-0,5	0,5
Legno e prodotti in legno	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-1,1	-0,4
Carta e prodotti di carta, stampa ed editoria	-0,2	-0,7	0,6	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	..	-0,2
Prodotti petroliferi raffinati	-0,3	0,4	0,6	-1,0	1,2	0,9	2,6	0,2	1,8	6,5	2,0
Prodotti chimici e fibre sintetiche e artificiali	0,1	-0,5	0,9	-0,1	-1,4	-1,5	0,4	-1,6	-1,0	-4,7	-2,6
Articoli in gomma e in materie plastiche	-0,2	0,6	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,4	1,9	0,8
Prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	..	0,6	0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,4	0,1	0,4	0,6
Metalli e prodotti in metallo	0,5	-2,2	1,3	1,0	0,5	-0,2	0,6	-3,9	-0,7	-2,9	-4,5
Macchine e apparecchi meccanici	-1,7	2,8	2,9	-0,8	1,0	3,2	1,4	5,3	5,0	19,1	10,3
Apparecchi elettrici e di precisione	-2,4	-2,5	2,2	-0,1	-0,1	-1,7	0,7	0,2	1,9	-1,7	2,1
Mezzi di trasporto	-3,8	1,1	-3,3	-0,7	-1,2	1,2	-0,1	0,9	1,3	-4,6	2,1
Prodotti altre industrie manifatturiere	0,2	1,8	..	-0,4	-1,8	-0,4	-0,6	0,6	0,3	-0,3	0,9
Energia elettrica, gas e acqua	..	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	..	-0,4	0,1	0,1	-0,5	0,1

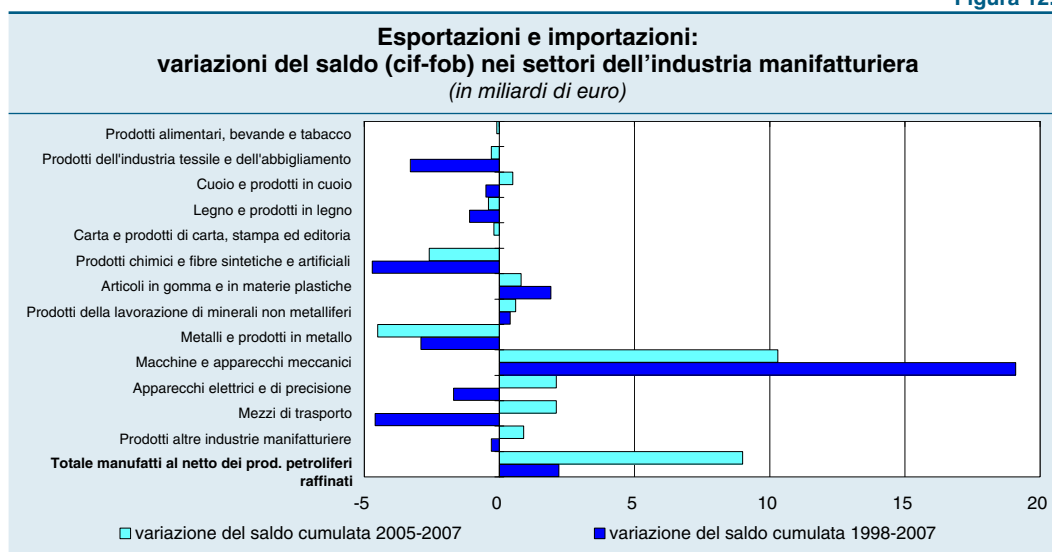
Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati corretti per la stima delle transazioni intra UE che dal 2003 non vengono più rilevate mensilmente, ma annualmente, in seguito al mutamento delle soglie di segnalazione e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. –

(2) Le componenti non sommano al totale per la presenza di prodotti non classificati.

Le variazioni dei saldi settoriali, considerate in un intervallo temporale sufficientemente esteso da compensare le differenze nel ciclo tra la domanda interna di importazioni e quella estera, costituiscono un indicatore assai semplice del modello di specializzazione di un paese. Di norma, i saldi delle merci dei paesi a più alto reddito pro capite tendono progressivamente a peggiorare, a fronte di un miglioramento del saldo dei servizi. Nell'ultimo decennio l'Italia ha mostrato, invece, una complessiva tenuta del settore manifatturiero. Nel periodo 1998-2007, mentre il saldo commerciale a valori correnti dell'Italia è peggiorato di 33,3 miliardi (tav. 12.3), quello dei soli manufatti (al netto dei prodotti energetici lavorati, di cui l'Italia è forte esportatrice nei periodi di rialzo dei prezzi) è migliorato (fig. 12.2). Il complessivo buon andamento è solo in parte dovuto alla ripresa degli ultimi due anni, quando le esportazioni italiane hanno riagganciato la domanda internazionale. Dal punto di vista settoriale hanno registrato peggioramenti il tessile e abbigliamento, i mezzi di trasporto e i prodotti chimici, il primo in misura modesta considerando il forte surplus iniziale; mentre è migliorato il saldo del settore meccanico e delle macchine. Contemporaneamente l'interscambio nei servizi non ha fatto registrare miglioramenti; nel decennio il saldo è passato da attivo a deficitario. Alla riduzione dell'attivo turistico si sono accompagnati risultati deludenti negli altri comparti.

Figura 12.2



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

I servizi. – Il saldo nei servizi si è deteriorato per il terzo anno consecutivo, segnando un deficit di 7,0 miliardi (0,5 per cento del PIL; tav. 12.4). Gli “altri servizi per le imprese” (servizi tecnici e professionali, intermediazione su commercio internazionale di merci, leasing operativo) ne sono stati la causa principale, con un aumento del disavanzo di 3,3 miliardi. Anche le voci “trasporti” e “viaggi” hanno fornito, pur se con minore intensità, un contributo negativo, rispettivamente per 1,8 e 0,8 miliardi di euro.

Il lieve peggioramento dell'avanzo nella voce “viaggi”, che registra gli introiti e le uscite legate ai viaggi internazionali per motivi sia di lavoro sia personali, è risultato da un più forte aumento delle spese all'estero dei viaggiatori italiani (8,4 per cento) e da una crescita più contenuta delle entrate (2,5 per cento). Alla riduzione dell'attivo ha contribuito soprattutto la componente relativa ai viaggi internazionali di lavoro, con una forte accelerazione delle uscite relative a questa componente. L'attivo nei viaggi per vacanze (la componente più rilevante dei viaggi per motivi personali) è invece lievemente migliorato.

Dal lato degli introiti sono aumentate soprattutto le spese dei viaggiatori provenienti dai paesi della UE, e in particolare quelle degli spagnoli e dei cittadini dei paesi di più

recente ingresso nell'Unione; si sono invece lievemente ridotte le spese dei viaggiatori tedeschi. In modo simmetrico le spese degli italiani all'estero sono cresciute maggiormente nelle destinazioni esterne alla UE.

Tavola 12.4

Interscambio di servizi (miliardi di euro)						
VOCI	Crediti		Debiti		SalDI	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Totale	78,7	81,6	80,0	88,6	-1,3	-7,0
di cui: viaggi	30,4	31,1	18,4	20,0	12,0	11,2
di cui: vacanze	17,8	18,5	8,1	8,6	9,7	9,9
motivi di lavoro	6,5	6,8	6,5	7,2	..	-0,4
trasporti	12,9	13,0	18,1	20,0	-5,2	-7,0
altri servizi per le imprese	24,5	25,6	28,6	33,0	-4,1	-7,4
di cui: servizi tecnici e professionali	15,7	16,5	15,4	18,3	0,3	-1,8
costruzioni	1,9	2,3	2,0	2,5	-0,1	-0,2
finanziari e assicurativi	3,0	3,9	3,1	3,4	-0,2	0,5
royalties e licenze	0,9	0,8	1,5	1,2	-0,6	-0,5
informatici e di informazione	0,7	0,7	1,4	1,3	-0,6	-0,6

Nel 2007 la quota di mercato degli introiti da viaggi internazionali dell'Italia, valutata a prezzi e cambi correnti, si è ridotta di 0,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente, portandosi al 5,0 per cento. Secondo le stime dell'OMC l'Italia si conferma la quarta destinazione mondiale per spesa complessiva in dollari, dopo Stati Uniti, Spagna e Francia, anche se la quota di mercato della Cina, in rapida crescita dall'inizio degli anni novanta, è ormai solo di poco inferiore a quella italiana. Tra il 2000 e il 2006 la quota dell'Italia si è ridotta dal 5,8 al 5,1 per cento; anche la quota della Francia è diminuita, seppure molto meno (dal 6,4 al 6,2 per cento), mentre quella della Spagna, il principale concorrente di questi due paesi per localizzazione e tipologia di offerta turistica, è aumentata dal 6,2 al 6,8 per cento. Gli Stati Uniti, che rimangono di gran lunga il primo paese per introiti da viaggi internazionali, hanno subito una fortissima riduzione della propria quota (dal 20,5 al 14,2 per cento), anche per effetto delle restrizioni alla concessione dei visti d'ingresso introdotte in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001.

Il disavanzo negli "altri servizi per le imprese", che rappresenta la principale voce per l'acquisto di servizi all'estero dell'Italia, è aumentato, riflettendo una crescita delle importazioni elevata (15,4 per cento), ben superiore a quella delle esportazioni (4,3 per cento). Il peggioramento deriva soprattutto dall'andamento del saldo nella componente "servizi tecnici e professionali alle imprese": l'esiguo avanzo del 2006 si è mutato in un deficit di 1,8 miliardi, per effetto della forte crescita degli acquisti all'estero.

Il disavanzo nei servizi di trasporto è cresciuto rispetto al 2006, a causa di una espansione degli esborsi (10,9 per cento) molto più sostenuta di quella degli introiti (0,9 per cento). Oltre a un forte deterioramento del deficit relativo ai servizi di trasporto aereo, è peggiorato anche quello dei servizi di trasporto marittimi. L'andamento del deficit nel trasporto aereo risente di una sostenuta crescita delle spese relative al traffico passeggeri effettuate dai viaggiatori italiani con vettori esteri (16,5 per cento), a cui ha fatto fronte una contrazione degli introiti dei vettori italiani (5,9 per cento).

I redditi. – Il disavanzo nei redditi si è ampliato di 6,1 miliardi, attestandosi a 19,7 miliardi, dopo essere rimasto stabile nel 2006. La variazione è soprattutto ascrivibile al deficit nei redditi da capitale, che registrano gli introiti e gli esborsi relativi ai rendimenti

nominali delle attività finanziarie ma non i guadagni in conto capitale, aumentati da 13,3 a 19,6 miliardi, e in particolare ai deflussi netti nei redditi da investimenti di portafoglio (da 5,6 a 11,5 miliardi). Questo peggioramento è principalmente dovuto all'andamento dei rendimenti di mercato sui titoli, di debito e azionari, emessi da residenti, aumentati nell'anno più di quelli sulle attività estere detenute dagli investitori italiani che fanno riferimento ai mercati americani. L'andamento di questo differenziale contribuisce a spiegare gran parte dei movimenti del saldo di questa voce su cui ha inciso anche il deprezzamento del dollaro, riducendo il valore in euro degli introiti. Le entrate nette nei redditi per investimenti diretti sono aumentate da 0,7 a 2,6 miliardi anche per effetto di un incremento dei proventi azionari, mentre il saldo debitorio relativo ai redditi per "altri investimenti" è cresciuto (da 8,4 a 10,7 miliardi), a causa principalmente dell'accresciuta posizione debitoria delle banche sull'euromercato e del connesso incremento degli interessi pagati.

I trasferimenti. – Il disavanzo dei trasferimenti, pari a 13,7 miliardi, è rimasto su un livello simile a quello del 2006, a sintesi d'un lieve aumento del deficit dei trasferimenti privati (da 5,3 a 6,8 miliardi) e della riduzione del disavanzo di quelli pubblici (da 8,0 a 6,9 miliardi). Tra questi, il disavanzo dei trasferimenti nei confronti della UE è passato da 8,3 a 8,0 miliardi. Considerando anche i trasferimenti in conto capitale con la UE, stabilmente in avanzo, dai nostri rapporti con le istituzioni dell'Unione deriva un deficit che dal 2001 si attesta stabilmente intorno allo 0,3 per cento del PIL. Il saldo dei trasferimenti privati è peggiorato soprattutto nella voce relativa alle rimesse degli emigrati, che ha registrato un aumento del disavanzo da 4,3 a 5,8 miliardi.

Nel 2007 l'ammontare delle rimesse all'estero degli immigrati residenti in Italia è stato pari a 6,0 miliardi di euro, con una crescita del 33,5 per cento rispetto all'anno precedente. I dati confermano come principali paesi destinatari di rimesse dall'Italia la Cina, la Romania, le Filippine e il Marocco. La perdurante crescita dei debiti nella voce rimesse, che fino ai primi anni dello scorso decennio si attestava su importi esigui (1,2 miliardi di euro nel 2003), è collegata all'ulteriore intensificarsi della presenza in Italia di lavoratori stranieri.

Gli investimenti

Gli investimenti diretti. – La forte crescita dei deflussi netti per investimenti diretti riflette in larga misura due singole operazioni: l'acquisizione di Endesa da parte dell'Enel e la riorganizzazione delle partecipazioni all'interno del gruppo bancario Unicredit. Al netto di queste operazioni gli investimenti italiani all'estero nel 2007 sono risultati in linea col recente passato. Anche gli investimenti dall'estero, pur se in diminuzione rispetto al 2006, si sono mantenuti su un livello simile a quello degli anni precedenti.

Come nel 2006, gli investimenti all'estero dei settori non bancari hanno ampiamente superato quelli del settore bancario. Nel 2007 il flusso di investimenti all'estero dell'insieme dei settori non bancari è stato di 46,0 miliardi, un livello quasi doppio rispetto a quello già eccezionale del 2006 (27,2 miliardi). L'incremento è stato interamente determinato dal settore energetico (da 3,0 a 27,6 miliardi), nel quale, oltre a quella dell'Enel, vi sono state acquisizioni da parte dell'ENI, mentre nell'industria manifatturiera vi è stata una lieve riduzione dei flussi di investimento (da 10,7 a 9,2 miliardi), attribuibile al settore della meccanica.

Riguardo agli investimenti provenienti dall'estero, nel 2007 si è registrata una riduzione nel settore bancario rispetto all'anno precedente, mentre quelli nei settori

non bancari sono rimasti quasi invariati (24,0 miliardi). La crescita degli investimenti diretti in Italia nel settore dei trasporti e delle comunicazioni, che ha riflesso una operazione di acquisizione nel mercato della telefonia, ha compensato la riduzione nel settore alimentare e nei servizi del credito e delle assicurazioni.

Gli investimenti di portafoglio e derivati. – L'avanzo complessivo degli investimenti di portafoglio e derivati si è ridotto a 18,5 miliardi, da 43,9 nel 2006. Le turbolenze iniziate la scorsa estate sui mercati finanziari internazionali si sono sovrapposte a una tendenza già in atto al ridimensionamento dei portafogli azionari esteri, e al rallentamento della diversificazione in direzione di titoli di debito esteri.

Le transazioni su titoli azionari hanno generato un deflusso netto per 0,3 miliardi, in riduzione rispetto agli 8,8 del 2006. Dal lato delle passività, i non residenti hanno ridotto il portafoglio di azioni italiane per circa 11,3 miliardi. Gli investitori italiani nel 2007 hanno realizzato disinvestimenti netti per 11,0 miliardi.

Nel 2007 gli afflussi netti per investimenti in titoli di debito, che per un biennio si erano attestati su un livello particolarmente elevato, sono significativamente diminuiti. Dopo la ingente contrazione del 2006, gli investimenti degli italiani in titoli di debito emessi all'estero sono passati da 30,8 a 11,7 miliardi. Gli investimenti da parte di non residenti in titoli di debito italiani si sono fortemente contratti per il secondo anno consecutivo, attestandosi a 30,1 miliardi dagli 84,0 del 2006.

Gli altri investimenti. – Il saldo negli “altri investimenti” è passato da un deficit di 16,7 miliardi nel 2006 a un avanzo di 46,1 miliardi. La forte crescita dei flussi in entrata deriva soprattutto dall'incremento dell'indebitamento delle banche (da 44,0 a 83,0 miliardi), che fino al manifestarsi delle turbolenze sui mercati finanziari nella scorsa estate hanno continuato a finanziarsi in modo sostenuto sui mercati internazionali (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*). All'andamento del saldo complessivo ha contribuito anche la contrazione dei flussi in uscita relativi a prestiti degli altri settori.

Le riserve ufficiali. – Le transazioni in corso d'anno hanno contribuito all'aumento delle riserve ufficiali per 1,5 miliardi. Il valore delle consistenze è aumentato da 57,5 a 64,1 miliardi, anche per effetto della rivalutazione di 6,7 miliardi delle riserve in oro (passate da 38,1 a 44,8 miliardi), che ha compensato le perdite dovute agli aggiustamenti di cambio nelle altre attività in valuta estera, conseguenti all'apprezzamento dell'euro sulle principali valute.

La posizione patrimoniale verso l'estero

Alla fine del 2007 la posizione debitoria netta sull'estero è salita a 80,0 miliardi (5,2 per cento del PIL), da 67,1 alla fine del 2006 (4,5 per cento del PIL; tav. 12.5). Gli afflussi netti nel conto finanziario (26,1 miliardi), corrispondenti al maggior indebitamento per finanziare il deficit di conto corrente e conto capitale, solo per circa la metà si sono riflessi in maggior debito sull'estero in quanto in parte compensati da aggiustamenti di valore degli stock. Questi ultimi hanno complessivamente contribuito a ridurre l'indebitamento netto, soprattutto grazie agli aggiustamenti dei prezzi di mercato (35,1 miliardi), più forti delle perdite per aggiustamenti di cambio (21,9 miliardi).

Nel caso delle passività la correzione ha riguardato soprattutto la riduzione del valore di mercato delle passività costituite da titoli di debito. Queste hanno registrato una riduzione di valore pari a 24,5 miliardi, conseguenza dell'aumento dei tassi sui titoli a lungo termine. Relativamente alle attività, vi sono state significative perdite per aggiustamenti di cambio a fronte di limitati guadagni di prezzo. Il consistente apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel corso del 2007 ha determinato una rilevante riduzione del valore delle attività nel settore non bancario (30,7 miliardi).

Tavola 12.5

Tabella 12.1

Posizione netta sull'estero (1) (miliardi di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2006 (2)	Gennaio - dicembre 2007					Consistenze a fine 2007 (2)
		Flussi (3)	Aggiustamenti			Variazione delle consistenze	
			Totali	di	altri		
				cambio (4)			
	(a)	(b)	(c)=(d)+(e)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)
Operatori residenti non bancari							
Attività	1.317,1	47,3	-29,8	-30,7	0,9	17,5	1.334,6
Investimenti diretti	243,8	47,3	-0,1	-4,8	4,7	47,2	290,9
Investimenti di portafoglio	785,7	-17,3	-28,9	-25,1	-3,8	-46,2	739,5
di cui: azioni	387,3	-19,4	-2,4	-8,5	6,1	-21,8	365,5
Altri investimenti	273,5	19,2	-0,8	-0,8	..	18,4	291,9
Strumenti derivati	14,1	-1,9	..	..	..	-1,9	12,2
Passività	1.251,2	20,9	-27,7	-5,3	-22,4	-6,9	1.244,3
Investimenti diretti	198,6	24,8	-1,3	..	-1,2	23,5	222,1
Investimenti di portafoglio	875,7	-2,9	-25,9	-4,7	-21,2	-28,9	846,9
di cui: azioni	37,9	-0,8	-1,4	..	-1,4	-2,2	35,8
Altri investimenti	148,9	-4,1	-0,5	-0,5	..	-4,6	144,3
Strumenti derivati	28,0	3,0	..	..	..	3,0	31,1
Posizione netta	65,9	26,4	-2,1	-25,4	23,3	24,3	90,3
Banche residenti							
Attività	397,8	69,1	-10,7	-3,9	-6,8	58,4	456,2
Passività	637,9	140,5	-21,4	-9,8	-11,6	119,1	757,0
Posizione netta	-240,2	-71,5	10,7	5,9	4,9	-60,7	-300,9
Banca centrale							
Attività	108,1	18,1	4,5	-2,4	6,9	22,6	130,7
Passività	1,0	-0,8	-0,1	-0,1	..	-0,9	0,1
Posizione netta	107,2	18,9	4,5	-2,4	6,9	23,4	130,6
Totale posizione netta	-67,1	-26,1	13,2	-21,9	35,1	-12,9	-80,0

(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Ai prezzi e cambi di fine periodo. – (3) Ai prezzi e cambi in essere alla data della transazione. – (4) Calcolati sulla base della composizione per valuta.

13. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2007 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito di 1,5 punti, all'1,9 per cento del PIL, riportandosi dopo un quadriennio al di sotto della soglia del 3 per cento. Nel maggio del 2008 la Commissione europea ha raccomandato l'abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nel 2005.

Il risultato del 2007 è attribuibile soprattutto all'aumento di 1,2 punti percentuali della pressione fiscale, vicina al picco registrato nel 1997 e superiore di oltre due punti alla media degli altri paesi dell'area dell'euro. L'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti è scesa leggermente; rimane prossima al valore massimo raggiunto nel 1993 e nel 2005.

Il miglioramento dell'indebitamento netto è stato, come nel 2006, ampiamente superiore alle previsioni ufficiali, nonostante gli aumenti di spesa decisi in corso d'anno. L'avanzo primario strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è salito a quasi il 3 per cento del prodotto; era quasi nullo nel 2005. Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è sceso al 2,2 per cento del PIL, dal 3,7 del 2006. L'incidenza del debito sul PIL è diminuita di 2,5 punti percentuali, al 104,0 per cento.

Nel settembre del 2007, alla luce del favorevole andamento atteso per i conti pubblici, veniva definita una manovra di bilancio per il 2008 con effetti accrescitivi del disavanzo pari a 0,4 punti percentuali del prodotto. L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2008 era confermato al 2,2 per cento del PIL indicato nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del giugno precedente.

Anche per effetto del peggioramento delle prospettive di crescita, lo scorso marzo la *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) ha rivisto al rialzo l'indebitamento netto per il 2008, al 2,4 per cento del PIL. La Ruef stima un aumento dell'indebitamento netto strutturale di 0,6 punti percentuali del PIL rispetto al 2007.

Nei primi mesi del 2008 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è risultato inferiore a quello dello stesso periodo dello scorso anno, riflettendo anche alcuni fattori transitori. La dinamica dell'Irpef è stata sostenuta; l'IVA ha segnato un forte rallentamento. Il peggioramento della congiuntura che si prospetta per il 2008 eserciterà pienamente i suoi effetti nel 2009, anche per i ritardi insiti nei meccanismi di versamento delle imposte delle imprese.

Per il 2009 la Ruef ha indicato l'indebitamento netto tendenziale – a legislazione vigente – al 2,1 per cento del PIL, in un quadro di graduale ripresa dell'attività economica. Nelle stime della Commissione europea, che tengono conto anche degli oneri derivanti da prassi consolidate, il saldo tendenziale si colloca al 2,4 per cento. Nel quadro programmatico di medio termine il pareggio di bilancio è raggiunto nel 2011. Il conseguimento di tale obiettivo e la riduzione della pressione fiscale richiedono una forte decelerazione delle erogazioni.

LA FINANZA PUBBLICA NEL 2007

La politica di bilancio per il 2007: obiettivi e previsioni

Gli obiettivi e le previsioni ufficiali per l'indebitamento netto del 2007 sono stati rivisti più volte riflettendo, da un lato, stime tendenziali più favorevoli – connesse con la revisione al rialzo delle prospettive di crescita, con i risultati del 2006, migliori delle attese, e con la sostenuta dinamica delle entrate tributarie – e, dall'altro, maggiori spese decise in corso d'anno.

Nel DPEF del luglio del 2006 il Governo fissava per il 2007 un obiettivo di indebitamento netto pari al 2,8 per cento del prodotto e un avanzo primario del 2,1, a fronte di una crescita attesa dell'economia dell'1,2 per cento (tav. 13.1). Per il conseguimento di questi risultati si stimava necessaria una manovra correttiva di 1,3 punti percentuali del prodotto.

La *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) del successivo mese di settembre confermava l'obiettivo di indebitamento netto. L'entità della manovra correttiva veniva però ridotta a un punto percentuale del prodotto in considerazione del buon andamento delle entrate e del lieve miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia. A dicembre l'aggiornamento del *Programma di stabilità* confermava sia le previsioni macroeconomiche sia l'obiettivo per il saldo di bilancio.

Tavola 13.1

Obiettivi, stime e consuntivo dei conti pubblici per l'anno 2007 (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita % del PIL reale	PIL nominale
Obiettivi						
DPEF (luglio 2006)	....	....	....	....	1,2	1.508,4
in percentuale del PIL	2,8	2,1	4,8	107,5		
RPP (settembre 2006)	42,1	30,7	72,8	....	1,3	1.510,2
in percentuale del PIL	2,8	2,0	4,8	106,9		
Programma di stabilità (dicembre 2006)	....	....	....	....	1,3	....
in percentuale del PIL	2,8	2,2	5,0	106,9		
Stime in corso d'anno						
Ruef (marzo 2007)	34,6	39,4	74,0	....	2,0	1.534,2
in percentuale del PIL	2,3	2,6	4,8	105,4		
DPEF (giugno 2007) (1)	38,3	35,5	73,8	....	2,0	1.541,1
in percentuale del PIL	2,5	2,3	4,8	105,1		
Nota di aggiornamento al DPEF (settembre 2007) (2)	36,4	38,2	74,5	....	1,9	1.543,8
in percentuale del PIL	2,4	2,5	4,8	105,0		
Programma di stabilità (novembre 2007)	....	....	....	....	1,9	....
in percentuale del PIL	2,4	2,5	4,8	105,0		
Consuntivo (3)						
	29,2	47,5	76,7	1.596,7	1,5	1.535,5
in percentuale del PIL	1,9	3,1	5,0	104,0		

(1) Includono gli effetti del DL 81/2007. – (2) Includono gli effetti del DL 159/2007. – (3) Fonte: Istat e, per il debito, Banca d'Italia.

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra approvata dal Parlamento reperiva risorse per 35,9 miliardi, di cui 24,8 derivanti da maggiori entrate e 11,1 da minori spese (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 2007, in Bollettino economico, n. 48, 2007). Di tali risorse, 15,1 miliardi erano destinati alla riduzione dell'indebitamento netto e i restanti 20,8 al finanziamento di sgravi fiscali (6,1 miliardi) e di maggiori spese (14,7 miliardi). Alle maggiori entrate contribuivano, per circa un terzo, i provvedimenti in materia di studi di settore e di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale e, per quasi un quarto, il versamento all'INPS del TFR dei dipendenti che non avrebbero aderito alla previdenza complementare.

Nella Ruef del marzo del 2007 la stima dell'indebitamento netto veniva ridotta di mezzo punto percentuale del prodotto, al 2,3 per cento. Il miglioramento era connesso con una più elevata previsione per la crescita dell'economia (indicata al 2,0 per cento) e con entrate superiori alle attese; questi elementi portavano a rivedere al rialzo il valore tendenziale delle entrate per oltre 9 miliardi. La stima delle spese veniva aumentata di 1,8 miliardi.

Nel DPEF di giugno il valore tendenziale delle entrate veniva ulteriormente aumentato (di circa 2,2 miliardi). La stima del saldo tuttavia peggiorava di 0,2 punti, al 2,5 per cento del PIL, riflettendo gli aumenti di spesa, volti a favorire lo sviluppo e a sostenere le categorie sociali più deboli, definiti contestualmente al DPEF e valutati in 0,4 punti percentuali del prodotto (cfr. il riquadro: *I provvedimenti decisi alla fine di giugno e di settembre*, in Bollettino economico, n. 50, 2007).

In autunno, con la RPP e la *Nota di aggiornamento* al DPEF, la stima dell'indebitamento netto tendenziale veniva ridotta di mezzo punto percentuale: rispetto a luglio, erano attese maggiori entrate per circa 6 miliardi e minori spese primarie correnti per 2 miliardi. Il Governo decideva di impiegare queste risorse per investimenti in infrastrutture e per interventi per lo sviluppo economico e in campo sociale. L'indebitamento netto, includendo gli effetti di tali misure (0,5 punti percentuali del PIL), veniva stimato al 2,4 per cento. Questa valutazione veniva confermata a novembre nell'aggiornamento del *Programma di stabilità*.

Nel febbraio del 2008 l'Istat ha valutato l'indebitamento netto del 2007 all'1,9 per cento del PIL.

L'indebitamento netto

La riduzione di 1,5 punti percentuali del PIL, dal 3,4 per cento del 2006, ha riportato l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sui livelli del biennio 1999-2000 (escludendo, per il 2000, i proventi straordinari della vendita delle licenze UMTS; tav. 13.2). Alla luce di questo risultato e delle previsioni da essa formulate nell'aprile del 2008, la Commissione europea ha raccomandato al Consiglio della UE l'abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi avviata nel 2005.

Lo scorso febbraio, in occasione della pubblicazione del consuntivo del conto economico delle Amministrazioni pubbliche per il 2007, l'Istat ha rivisto al ribasso di un punto, dal 4,4 per cento del prodotto, l'indebitamento netto del 2006. La revisione riflette soprattutto un diverso trattamento statistico dei rimborsi connessi con la sentenza della Corte di giustizia europea sulla detraibilità dell'IVA in materia di auto aziendali: in accordo con l'Eurostat, tale onere non è più incluso per l'intero ammontare previsto (circa 16 miliardi) tra le spese in conto capitale del 2006, ma viene registrato negli anni in cui viene effettivamente sostenuto (nel 2007 esso incide per 0,8 miliardi).

Tavola 13.2

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Entrate	46,2	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,2	45,9	47,2
Spese (2) (3)	49,0	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,4	49,3	49,1
di cui: interessi	7,9	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,5	4,6	5,0
Avanzo primario	-5,1	-4,9	-4,3	-3,2	-2,7	-1,6	-1,2	-0,3	-1,3	-3,1
Indebitamento netto	2,8	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,2	3,4	1,9
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	3,3	3,4	3,5	5,0	3,1	4,2	4,2	5,2	3,7	2,2
Debito	114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0

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) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS, portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

La riduzione del disavanzo è stata ottenuta nonostante gli aumenti di spesa derivanti dai provvedimenti varati in giugno e settembre (0,9 punti percentuali del PIL) e dalla soppressione dell'anticipo richiesto ai concessionari della riscossione (0,3 punti), decisa a dicembre.

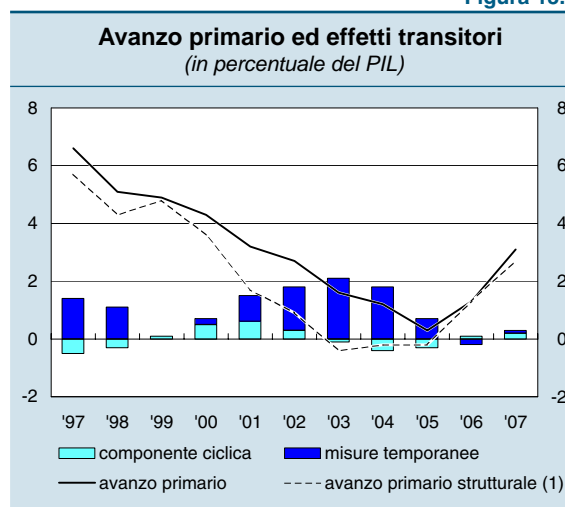
Nel confronto con le previsioni contenute nella Ruef del marzo del 2007, la variazione delle entrate e quella delle spese rispetto al 2006 sono risultate a consuntivo superiori alle attese, rispettivamente, per 11,2 e 4,9 miliardi; lo scostamento rilevato per le spese risente dei provvedimenti sopra menzionati, valutati ufficialmente in 16,8 miliardi.

In base alla metodologia adottata dalla Banca d'Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 11: *L'indebitamento netto nel 2006* nella Relazione sull'anno 2006), nel 2007 il disavanzo strutturale (corretto, cioè, per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è diminuito di circa un punto percentuale del PIL, collocandosi poco al di sopra del 2 per cento; l'avanzo primario è aumentato da circa l'1,3 a quasi il 3 per cento del prodotto, proseguendo il significativo miglioramento avviato nel 2006 (fig. 13.1).

La riduzione del disavanzo strutturale nel biennio 2006-07 è valutabile in circa 2,5 punti percentuali del prodotto, superando ampiamente l'aggiustamento che il Governo nel 2005 si era impegnato a conseguire nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi (1,6 punti).

L'effetto del ciclo economico sui conti pubblici, sfavorevole per tre decimi di punto percentuale del PIL nel 2005, è diventato positivo nel 2006 e ha superato i due decimi di punto nel 2007. Le misure temporanee, che nel 2005 avevano migliorato il saldo di quasi un punto percentuale, nell'ultimo biennio sono state sostanzialmente nulle: nel 2007 le entrate connesse con il versamento all'INPS del TFR maturato dai lavoratori dipendenti che hanno

Figura 13.1



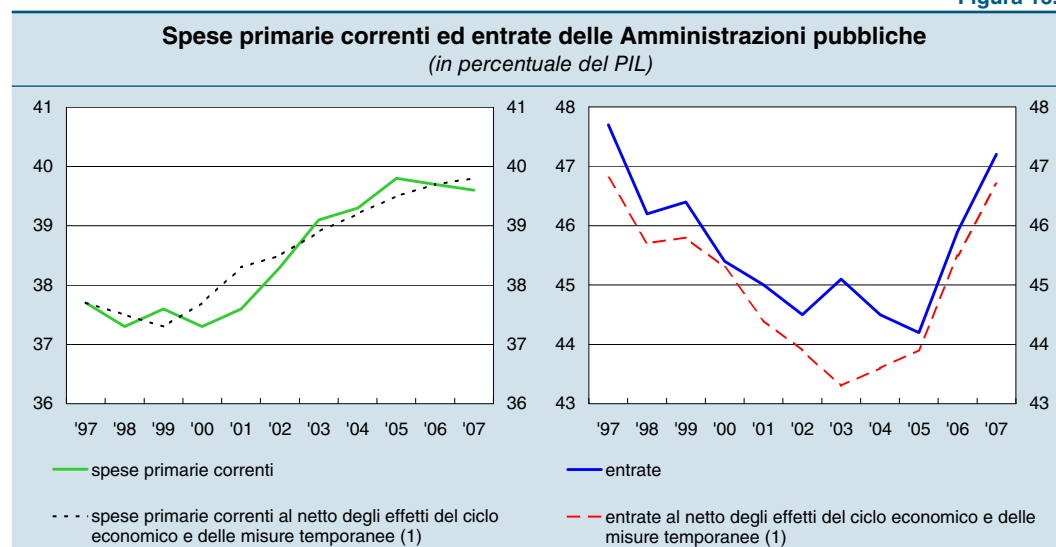
(1) Al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee; in percentuale del PIL di trend.

scelto di non aderire alla previdenza complementare (5,5 miliardi) e con altre misure introdotte in anni precedenti (1,6 miliardi) sono state in buona parte compensate dalle spese derivanti dalla decisione del Governo di sopprimere l'acconto dovuto dai concessionari della riscossione (4,9 miliardi).

Secondo le stime riportate nella Ruef dello scorso marzo, basate su una metodologia di valutazione dell'effetto del ciclo economico e su criteri per l'individuazione delle misure temporanee concordati in sede europea, l'aggiustamento strutturale nel biennio è stato pari a 2,9 punti percentuali del prodotto.

Analogamente a quanto accaduto nel 2006, il miglioramento dei saldi riflette essenzialmente l'aumento delle entrate strutturali (fig. 13.2).

Figura 13.2



(1) In percentuale del PIL di trend.

Le entrate e le spese

Le entrate. – Nel 2007 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate del 6,5 per cento a 724,2 miliardi (dal 45,9 al 47,2 per cento del PIL; tav. 13.3).

Tavola 13.3

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Imposte dirette	14,3	14,9	14,4	14,7	13,9	13,4	13,3	13,3	14,4	15,2
Imposte indirette	15,1	14,9	14,7	14,2	14,3	14,0	14,0	14,2	14,9	14,7
Imposte in c/capitale	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	1,3	0,6	0,1	0,0	0,0
Pressione tributaria	29,7	29,9	29,2	29,0	28,4	28,7	28,0	27,6	29,3	29,9
Contributi sociali	12,6	12,5	12,4	12,3	12,5	12,6	12,6	12,8	12,8	13,3
Pressione fiscale	42,3	42,4	41,6	41,3	40,8	41,4	40,6	40,5	42,1	43,3
Altre entrate correnti	3,6	3,6	3,4	3,5	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5	3,6
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Totale entrate	46,2	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,2	45,9	47,2

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

La pressione fiscale è cresciuta di 1,2 punti percentuali, al 43,3 per cento. L'incremento è riconducibile per circa un punto a misure discrezionali, comprese quelle volte all'ampliamento delle basi imponibili e al contrasto all'evasione e all'elusione fiscale; questa valutazione tiene conto, da un lato, del venir meno di alcuni provvedimenti temporanei di anni precedenti, dall'altro, della decisione di molte imprese di rinviare al momento del versamento a saldo nel 2008 l'utilizzo degli sgravi IRAP sul costo del lavoro introdotti con la manovra per il 2007. Le caratteristiche della congiuntura, individuate sulla base delle variabili macroeconomiche che meglio approssimano le principali basi imponibili, nel complesso non avrebbero influito nel 2007 in misura significativa sulla pressione fiscale. L'aumento di quest'ultima non attribuibile a interventi o alla congiuntura può avere riflesso, tra l'altro, modifiche nella composizione delle basi imponibili e nei comportamenti dei contribuenti riguardo al grado di adesione alla normativa fiscale.

La metodologia utilizzata nelle precedenti valutazioni tiene conto degli effetti sul gettito di variazioni dell'incidenza sul prodotto delle variabili macroeconomiche utilizzate. Non considera, tuttavia, gli effetti derivanti da modifiche nella composizione delle suddette variabili. Inoltre, non è disponibile una variabile macroeconomica che approssimi adeguatamente la base imponibile delle imposte versate in autotassazione.

L'aumento della pressione fiscale deriva essenzialmente dai forti incrementi delle imposte dirette (0,8 punti percentuali del PIL), su cui hanno influito misure discrezionali e il miglioramento dei conti economici delle imprese nel 2006, e dei contributi sociali (0,5 punti, di cui due terzi riflettono il trasferimento all'INPS dei contributi per il TFR non destinati a fondi pensione dei lavoratori delle aziende con più di cinquanta addetti).

I contributi sociali effettivi sono cresciuti dell'8,0 per cento (14,8 miliardi). Vi hanno influito i menzionati trasferimenti all'INPS (5,5 miliardi) e gli aumenti delle aliquote contributive, anch'essi disposti con la manovra per il 2007 (4,4 miliardi nelle stime ufficiali).

Se si escludono i versamenti per il TFR, i contributi sociali sul lavoro dipendente sono aumentati del 3,7 per cento; escludendo anche gli aumenti di 0,3 punti delle aliquote a carico dei lavoratori e gli inasprimenti per gli apprendisti, tale dinamica risulta pari al 2,6, inferiore di circa un punto a quella delle retribuzioni lorde di contabilità nazionale. I contributi versati dai lavoratori autonomi sono cresciuti del 13,8 per cento; gli incrementi delle aliquote sono stati pari a circa due punti per i commercianti e gli artigiani e a circa cinque punti per i lavoratori parasubordinati non iscritti ad altre forme assicurative.

La dinamica dei singoli tributi, con l'eccezione dell'IRAP e delle addizionali all'Irpef (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*), è analizzata qui di seguito con riferimento alle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato.

L'imposta sulle società (Ires) è aumentata del 28,0 per cento (11,0 miliardi), riflettendo la ripresa dell'attività economica nel 2006, le norme sugli studi di settore, i provvedimenti di lotta all'evasione e all'elusione fiscale varati a partire dall'estate del 2006 e quelli di inasprimento del prelievo volti a compensare il minor gettito IVA derivante dalla sentenza della Corte di giustizia europea del settembre del 2006 in materia di detraibilità dell'IVA relativa alle auto aziendali.

Per quanto riguarda il prelievo tributario sulle famiglie, l'Irpef è cresciuta del 5,7 per cento (8,1 miliardi). La parte prelevata sui redditi dei lavoratori dipendenti e dei pensionati è aumentata del 2,6 per cento. Si può stimare che – in assenza di interventi discrezionali – nel 2007 il gettito di tale componente sarebbe aumentato di circa il 4,5 per cento; parte della differenza potrebbe riflettere la riforma dell'imposta personale introdotta con la manovra per il 2007.

Le ritenute Irpef sui redditi da lavoro dipendente e da pensione sono state interessate, oltre che dalla suddetta riforma (prevista secondo le valutazioni ufficiali a parità di gettito), dal bonus in favore dei soggetti incapienti deciso a settembre del 2007 (per la parte riguardante i pensionati e i dipendenti pubblici). Se si esclude l'impatto del suddetto bonus, la crescita delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e da pensione risulta dell'ordine del 3 per cento.

La parte dell'Irpef versata in autotassazione, prelevata sui lavoratori autonomi e sulle piccole imprese, è cresciuta del 18,8 per cento, risentendo degli stessi fattori che hanno influito sulla crescita dell'imposta sulle società; su questa parte del prelievo la riforma dell'Irpef è destinata a manifestarsi interamente nel 2008. Attribuendo il versamento a saldo all'anno in cui il reddito è stato percepito (ossia a quello precedente il versamento) l'incremento nel 2006 è stato di oltre il 10 per cento, a fronte del 3,9 nel 2005 e dello 0,1 nel 2004.

È diminuito nel 2007 il cuneo fiscale sul lavoro, calcolato utilizzando le aliquote di competenza dell'anno (relative all'IRAP, ai contributi sociali, all'Irpef e alle addizionali comunali e regionali) e con riferimento a un lavoratore dipendente con un reddito pari a quello medio della contabilità nazionale. L'entità della flessione, a seconda del comune di residenza, è compresa per la quasi totalità dei comuni tra 0,3 e 0,7 punti percentuali del costo del lavoro per un lavoratore senza carichi familiari.

Tra il 1999 e il 2007, la riduzione del cuneo a carico del datore di lavoro è stimabile tra 2,4 e 2,8 punti percentuali del costo del lavoro, a seconda della regione in cui è svolta l'attività produttiva. La componente del cuneo a carico del lavoratore è diminuita soltanto in presenza di carichi familiari: in questo caso gli sgravi Irpef hanno più che compensato l'effetto del drenaggio fiscale, l'aumento delle addizionali e quello dei contributi sociali. In presenza di coniuge e due figli a carico la riduzione è compresa tra 1,2 e 2,0 punti percentuali, a seconda del comune di residenza (limitando l'analisi ai capoluoghi di regione).

Il gettito connesso con il risparmio delle famiglie è aumentato nel 2007 del 12,3 per cento (1,5 miliardi), riflettendo il proseguimento della fase di rialzo dei tassi di interesse; esso ha risentito, per il secondo anno consecutivo, della concentrazione di rimborsi di buoni postali. La ricomposizione del gettito ha riflesso alcune modifiche nelle scelte di portafoglio delle famiglie avvenute nel 2006 (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Le imposte sugli interessi sono cresciute del 22,7 per cento (2,0 miliardi); quelle sul risparmio gestito sono diminuite del 15,9 per cento (-0,3 miliardi).

Tra le imposte sui consumi, gli incassi dell'IVA sono cresciuti del 4,4 per cento (5,1 miliardi). Da un lato, essi hanno beneficiato di interventi volti al recupero di aree di evasione e di elusione fiscale e, dall'altro, sono stati contenuti dall'aumento della detraibilità dell'imposta deciso a seguito della sentenza della Corte di giustizia europea in materia di IVA sulle auto aziendali. Le imposte di fabbricazione sugli oli minerali, commisurate alle quantità, sono diminuite (-4,8 per cento; -1,0 miliardi) in connessione con la contrazione dei consumi.

Le spese. – Nel 2007 le spese delle Amministrazioni pubbliche sono diminuite in rapporto al PIL dal 49,3 al 49,1 per cento, collocandosi a 753,4 miliardi (tav. 13.4). Escludendo i principali oneri straordinari (connessi nel 2006 con la cancellazione dei crediti verso la TAV e nel 2007 con l'abolizione dell'anticipo richiesto ai concessionari della riscossione delle imposte), esse sono aumentate di 0,3 punti percentuali del prodotto: è cresciuta significativamente l'incidenza della spesa per interessi sul PIL, dal 4,6

Tavola 13.4

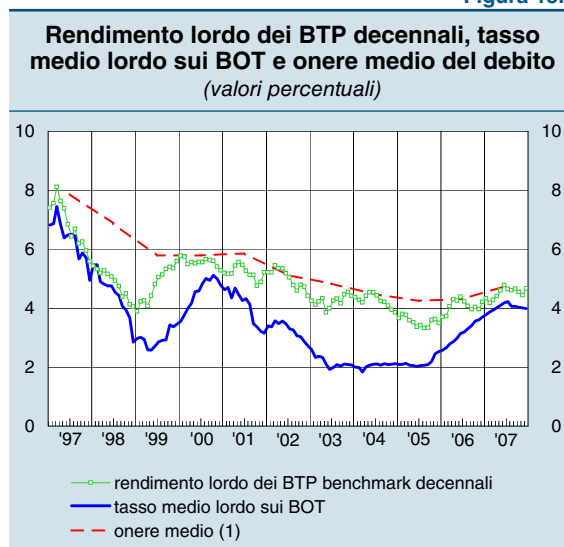
Spese delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Redditi da lavoro dipendente	10,6	10,6	10,4	10,5	10,6	10,8	10,8	11,0	11,0	10,7
Consumi intermedi	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,2	5,2
Prestazioni sociali in natura	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7
Prestazioni sociali in denaro	16,7	16,9	16,4	16,2	16,5	16,8	16,9	17,0	17,0	17,3
Interessi	7,9	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,5	4,6	5,0
Altre spese correnti	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7
Totale spese correnti	45,2	44,2	43,6	43,9	43,8	44,2	44,0	44,4	44,3	44,6
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	37,3	37,6	37,3	37,6	38,3	39,1	39,3	39,8	39,7	39,6
Investimenti fissi lordi (2)	2,3	2,4	2,3	2,4	1,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Altre spese in conto capitale (3)	1,4	1,5	1,4	1,8	1,9	1,9	1,5	1,7	2,6	2,1
Totale spese in conto capitale (2) (3)	3,8	3,9	3,7	4,2	3,6	4,3	4,0	4,1	5,0	4,5
Totale spese (2) (3)	49,0	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,4	49,3	49,1
di cui: <i>spese al netto degli interessi (2) (3)</i>	41,1	41,5	41,0	41,8	41,9	43,4	43,3	43,9	44,7	44,1

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. – (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS (1,2 punti percentuali del PIL); nella contabilità nazionale tali proventi sono portati in riduzione della voce "Altre spese in conto capitale".

al 5,0 per cento; le spese in conto capitale sono rimaste stabili al 4,1 per cento del PIL (al netto degli oneri straordinari sopra menzionati); la spesa primaria corrente è diminuita di 0,1 punti percentuali per il secondo anno consecutivo, al 39,6 per cento.

La dinamica della spesa per interessi (12,4 per cento, 5,5 nel 2006) riflette soprattutto la crescita dell'onere medio del debito (0,4 punti percentuali, al 4,8 per cento; fig. 13.3) e, in piccola parte, l'aumento della consistenza media delle passività. Sulla variazione dell'onere medio hanno influito: l'aumento dei tassi di interesse all'emissione dalla fine del 2005; gli effetti delle operazioni di swap, che hanno accresciuto le erogazioni per 0,6 miliardi (le avevano ridotte di 0,5 miliardi nel 2006 e di 1,6 miliardi in media all'anno nel periodo 2002-05); la flessione (0,7 miliardi) dell'onere relativo ai servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati

Figura 13.3



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

(SIFIM), che nella contabilità nazionale è portato in riduzione degli interessi e imputato ai consumi intermedi. Escludendo gli effetti delle operazioni di swap e la spesa per i SIFIM, l'aumento dell'onere medio è pari a 0,3 punti percentuali.

Data la composizione del debito pubblico alla fine del 2007, si può stimare che un aumento di un punto percentuale dei tassi all'emissione comporti un maggiore onere medio di circa 0,3 punti nel primo anno, di 0,4 nel secondo anno e di 0,5 nel terzo; l'onere risulterebbe più elevato di 0,6 punti nel settimo anno. La crescita dell'onere medio nel primo anno è lievemente superiore a quella stimata per un analogo shock ai tassi alla fine del 2003, nonostante la riduzione della quota dei titoli a breve termine e a tasso variabile realizzata tra la fine del 2003 e la fine del 2007 (dal 29,4 al 25,9 per cento del totale dei titoli di Stato). Sull'aumento ha influito l'ampio ricorso, per il finanziamento del fabbisogno, ai conti correnti presso la Tesoreria dello Stato detenuti da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche. Le giacenze su questi conti, remunerate a un tasso pari a quello medio dei BOT, sono aumentate tra la fine del 2003 e la fine del 2007 da 31 a 102 miliardi, riflettendo la crescita di quelle della CDP (da 20 a 90 miliardi). L'evoluzione negli anni più recenti della reattività della spesa per interessi a variazioni dei tassi potrebbe essere stata significativamente influenzata dalle operazioni di swap, di cui non si tiene conto in questo esercizio.

Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 5,2 per cento (4,0 nel 2006), dal 17,0 al 17,3 per cento del PIL. La componente relativa a pensioni e rendite è aumentata del 4,2 per cento (3,4 nel 2006), rimanendo stabile rispetto al prodotto, al 15,3 per cento. È rimasta elevata la dinamica delle altre prestazioni (14,4 per cento, 9,5 nel 2006).

L'evoluzione della spesa per pensioni è stata accresciuta per 0,4 punti percentuali dagli incrementi delle prestazioni in favore dei pensionati con redditi bassi (0,9 miliardi) stabiliti a giugno. L'adeguamento automatico delle prestazioni pensionistiche alla dinamica dei prezzi è stato pari all'1,9 per cento, come nel 2006. Il numero di pensioni erogate dall'INPS (che rappresentano quasi il 70 per cento del totale) è aumentato dello 0,4 per cento.

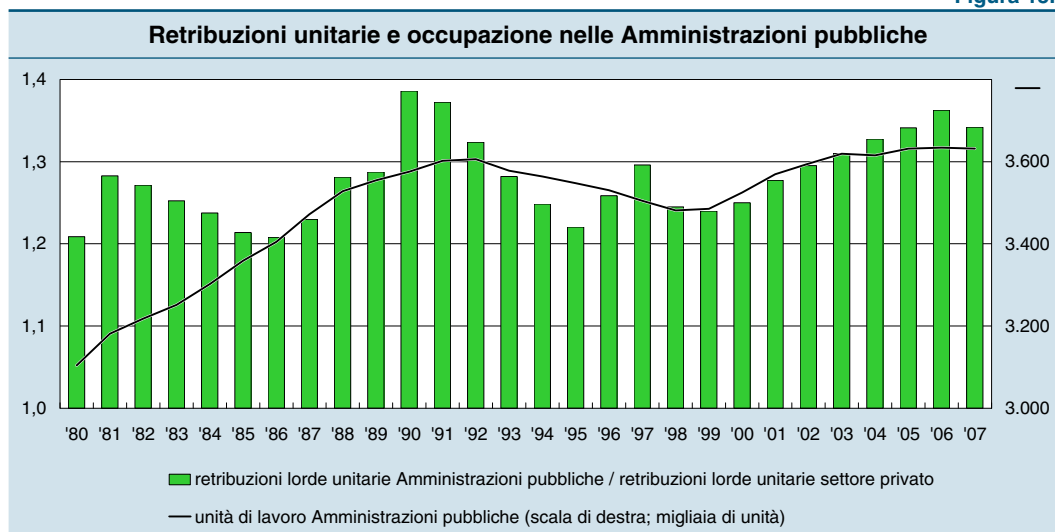
Tra le altre prestazioni, le liquidazioni dei dipendenti pubblici sono aumentate del 40,3 per cento (a 8,3 miliardi), risentendo del notevole incremento nel biennio 2006-07 dei pensionamenti, soprattutto nel comparto della scuola. Le indennità di malattia, per infortuni e maternità sono cresciute del 9,3 per cento (a 5,8 miliardi). Gli assegni familiari sono aumentati del 18,9 per cento (a 6,4 miliardi), quasi interamente per effetto della riforma introdotta con la manovra di bilancio per il 2007. I sussidi di disoccupazione e gli assegni di integrazione salariale sono diminuiti complessivamente dell'1,7 per cento (a 5,7 miliardi). Infine, tra le altre spese assistenziali è stato contabilizzato il bonus in favore dei soggetti incapienti (0,6 miliardi).

I redditi da lavoro dipendente sono cresciuti dell'1,1 per cento (4,1 nel 2006), riflettendo l'aumento delle retribuzioni unitarie; l'incidenza sul prodotto è diminuita dall'11,0 al 10,7 per cento.

Nel 2007 si è avviato il rinnovo di contratti relativi al biennio 2006-07. Le leggi finanziarie per il 2005, per il 2006 e per il 2007 hanno stanziato risorse nel complesso coerenti con un aumento a regime delle retribuzioni medie pari al 4,85 per cento nel biennio. Gli effetti dei rinnovi contrattuali nei comparti dei ministeri, della scuola e degli enti previdenziali (circa un terzo dei dipendenti pubblici) perfezionati nel 2007 sono stati in parte compensati dal venire meno degli elevati oneri per arretrati corrisposti nel 2006.

Secondo i dati aggregati di contabilità nazionale, nel 1980 le retribuzioni unitarie lorde nel settore delle Amministrazioni pubbliche erano più elevate di quelle nel settore privato del 21 per cento; il differenziale raggiungeva il 39 per cento nel 1990, per ridiscendere al 22 per cento nel 1995; ha ripreso a salire all'inizio degli anni 2000, fino al 36 per cento nel 2006 (fig. 13.4). La lieve flessione verificatasi nel 2007 dovrebbe essere più che compensata dall'aumento previsto per l'anno in corso.

Figura 13.4



Fonte: elaborazioni su dati Istat; per il 2007 valori stimati.

Analisi condotte su dati individuali, che consentono di tenere conto di alcune differenze nella composizione dell'occupazione nei due settori, indicano generalmente l'esistenza di un divario in favore del settore pubblico inferiore a quello osservato nei dati di contabilità nazionale, ma comunque rilevante.

I dati riguardanti i 5.800 lavoratori dipendenti inclusi nel campione dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia relativa al 2006 mostrano che in media, rispetto al lavoratore del settore privato, quello pubblico è più anziano (di circa 6 anni); è più istruito (l'81 per cento ha almeno un diploma di scuola superiore, contro il 54 per cento nel settore privato); nel 55 per cento dei casi è donna (contro il 38 per cento); nell'87 per cento è impiegato o dirigente (contro il 37 per cento); nel 57 per cento dei casi risiede nel Centro Sud (contro il 42 per cento). La sua retribuzione annua (al netto di imposte e contributi) risulta pari in media a 18.200 euro, contro 15.000 per un dipendente privato. La differenza è maggiore se misurata con riferimento alla retribuzione oraria (38 per cento, contro 21).

Tenendo conto dell'età, del sesso, dello stato civile, del livello di istruzione, della qualifica professionale e dell'area geografica, il differenziale tra le retribuzioni nel 2006 può essere stimato all'11 per cento in favore del settore pubblico. Il divario sale al 16 per cento per le donne, mentre per gli uomini è pari a circa il 5 per cento; è relativamente maggiore nel Mezzogiorno (15 per cento), per gli impiegati (12 per cento) e per i lavoratori con livelli di istruzione più elevati (16 per cento). Queste stime non tengono conto di variabili non osservabili, quali le preferenze riguardo al settore di occupazione, o di altre componenti monetarie e non monetarie delle retribuzioni, quali il trattamento pensionistico o la sicurezza del lavoro.

Le prestazioni sociali in natura, per oltre il novanta per cento riguardanti la sanità, sono cresciute dello 0,9 per cento (2,7 nel 2006); sulla decelerazione ha influito la flessione della spesa farmaceutica (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*). La spesa per consumi intermedi è aumentata del 2,7 per cento (3,8 escludendo gli oneri per i SIFIM); nel 2006 si era ridotta dell'1,2 per cento per effetto dei vincoli imposti con la manovra di bilancio per quell'anno.

Escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari (1,4 miliardi nel 2007 e 1,7 nel 2006), la spesa per investimenti è aumentata del 3,0 per cento, dopo essersi ridotta per due anni consecutivi (-3,6 complessivamente nel biennio 2005-06); la sua incidenza sul PIL è diminuita dal 2,5 al 2,4 per cento.

Nel quinquennio 2001-05 circa un quarto degli investimenti delle Amministrazioni pubbliche (al netto dei proventi delle dismissioni immobiliari) ha riguardato le infrastrutture di trasporto (reti stradali e ferroviarie, porti e aeroporti). Il finanziamento di queste ultime avviene anche con trasferimenti in favore delle imprese pubbliche (in particolare, le Ferrovie dello Stato). I confronti tra i paesi europei sulle infrastrutture di trasporto mostrano in generale l'Italia in una posizione svantaggiata. Tuttavia, le indicazioni variano significativamente a seconda della misura utilizzata.

Sulla base di dati diffusi dall'Eurostat è possibile costruire misure di consistenza fisica per le 214 regioni di 15 paesi della UE. Secondo queste misure, l'Italia si colloca al di sotto della media europea in termini di trasporti stradali. Tale risultato non varia se i dati sono normalizzati rispetto al PIL, alla superficie territoriale o alla popolazione.

Nell'ambito nazionale, l'ordinamento delle singole regioni dipende dalla variabile rispetto alla quale i dati sono normalizzati. Per ovviare a ciò, la dotazione di infrastrutture può essere valutata con riferimento all'influenza dei trasporti sulla dimensione dei mercati accessibili a partire da una data località, confrontando una stima del mercato potenziale di ciascuna regione basata sulle distanze geografiche con una fondata sui tempi di trasporto. Questo metodo consente di cogliere aspetti legati alla funzionalità e all'efficienza dei sistemi di trasporto. Esso tuttavia non incorpora tutti gli aspetti che influenzano i tempi effettivi di percorrenza (quali la frequenza dei collegamenti ferroviari e i ritardi rispetto agli orari ufficiali), né è in grado di isolare l'effetto delle differenze nella morfologia dei territori.

Utilizzando il metodo anzidetto per un campione di 117 regioni di sei paesi della UE (Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia e Spagna) limitatamente ai trasporti stradali e ferroviari, emerge che: a) la qualità dei trasporti stradali e ferroviari in Italia è inferiore alla media; b) per i soli trasporti stradali, fra le regioni italiane le maggiori carenze interessano in particolare il Triveneto; c) per i trasporti ferroviari, le infrastrutture delle regioni meridionali e insulari appaiono inadeguate rispetto alla media dei paesi considerati, mentre la regione con la dotazione migliore è l'Emilia Romagna, per la centralità del nodo di Bologna.

Le Amministrazioni locali

Il disavanzo delle Amministrazioni locali è diminuito nel 2007 di oltre un punto percentuale del PIL. Il miglioramento riflette la riduzione delle spese (0,5 punti), l'incremento delle entrate proprie (0,2 punti) e l'aumento dei contributi agli investimenti provenienti dallo Stato (0,3 punti).

Sulla dinamica della spesa ha influito la riduzione dei redditi da lavoro (dal 4,7 al 4,4 per cento del PIL), per effetto del venir meno degli arretrati connessi con i rinnovi contrattuali nel 2006, e quella dei contributi alla produzione (dallo 0,6 allo 0,5 per cento).

La spesa sanitaria (che include la quasi totalità delle prestazioni sociali in natura, una quota dei consumi intermedi e dei redditi da lavoro) è scesa in rapporto al PIL dal 6,8 al 6,7 per cento; al netto dei redditi da lavoro risulta stabile al 4,4 per cento del prodotto, dopo essere aumentata costantemente nel decennio precedente. Sul rallentamento ha influito la riduzione della spesa farmaceutica in convenzione.

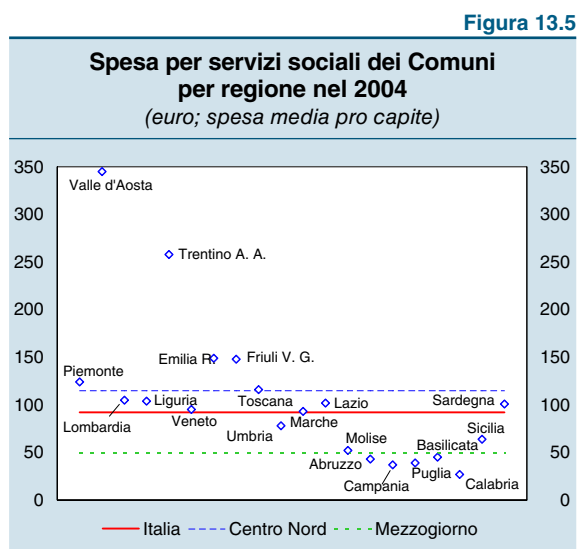
Sulla dinamica della spesa farmaceutica nel 2007 hanno influito: le misure di riduzione dei prezzi adottate dall'Agenzia italiana del farmaco (Aifa) nel corso del biennio 2005-06 e mantenute nel 2007; le azioni di contenimento degli esborsi intraprese dalle Regioni anche nell'ambito dei piani di rientro dai disavanzi sanitari; il maggior ricorso delle Regioni alla distribuzione diretta dei farmaci. Dal 2008 si prevede un nuovo limite di spesa per l'assistenza farmaceutica territoriale

e in distribuzione diretta (pari per ciascuna Regione al 14 per cento della spesa sanitaria a carico del SSN) e un nuovo meccanismo di ripiano in caso di superamento di tale limite: la quota a carico delle aziende farmaceutiche è calcolata in proporzione al debordo rispetto al budget annuale attribuito dall'Aifa a ciascun produttore.

Negli ultimi anni la politica di controllo della spesa sanitaria ha beneficiato di alcuni interventi normativi volti a disincentivare la formazione di squilibri nelle singole regioni. Con le leggi finanziarie per il 2005 e per gli anni seguenti è stata introdotta e rafforzata una procedura che prevede la diffida, il commissariamento e l'innalzamento automatico delle aliquote dell'addizionale regionale all'Irpef e dell'IRAP in presenza di un disavanzo sanitario (cfr. il paragrafo del capitolo 11: *Le Amministrazioni locali* nella Relazione sull'anno 2006).

Riguardo ai disavanzi sanitari pregressi, nel 2007 sono state trasferite alle Regioni risorse stanziare per il loro ripiano con la legge finanziaria per il 2007 e con un intervento della primavera del 2007. L'erogazione è seguita alla stipula dei Piani di rientro delle sei Regioni con elevati disavanzi sanitari (Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Molise e Sicilia) e dell'accordo per la definizione della situazione debitoria della Sardegna relativa all'anno 2001. La legge finanziaria per il 2008 ha previsto l'erogazione di un'anticipazione trentennale in favore di alcune delle suddette Regioni (9,1 miliardi).

La spesa pro capite dei Comuni, che ricevono trasferimenti basati ancora essenzialmente sul criterio della spesa storica, presenta forti eterogeneità; le differenze sono molto rilevanti negli esborsi per i servizi sociali (fig. 13.5). La spesa delle Regioni presenta una minore dispersione, riflettendo il ruolo prevalente della spesa sanitaria, che dovrebbe garantire livelli essenziali di assistenza uniformi sul territorio nazionale (per approfondimenti sulla finanza pubblica nelle singole regioni cfr. le Note regionali annuali della Banca d'Italia: www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/ecore/note).



Fonte: Istat, La seconda indagine censuaria sugli interventi e i servizi sociali dei Comuni.

Le entrate proprie, calcolate escludendo dal totale delle entrate le risorse provenienti da enti pubblici e dall'estero, sono aumentate del 7,1 per cento (dall'8,4 all'8,6 per cento del PIL); nel 2007 sono state pari al 57,0 per cento delle spese complessive. Hanno contribuito alla crescita delle entrate proprie le addizionali regionali e comunali all'Irpef e l'IRAP (tav. 13.5).

L'addizionale regionale all'Irpef è aumentata del 20,4 per cento, anche per effetto dell'incremento automatico delle aliquote per il 2006 nelle regioni con disavanzi sanitari (il versamento di questa imposta avviene nell'anno successivo a quello di riferimento). Il gettito dell'addizionale comunale è cresciuto del 43,3 per cento; vi ha influito l'introduzione di un acconto del 30 per cento sul gettito di competenza del 2007. L'IRAP è aumentata del 4,8 per cento, non risentendo ancora completamente del taglio del cuneo fiscale sul lavoro disposto con la legge finanziaria per il 2007.

Tavola 13.5

Entrate tributarie correnti delle Amministrazioni locali (milioni di euro)					
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007 (1)
Imposte dirette	23.370	24.558	23.595	24.660	27.899
Regioni (2)	20.356	21.329	20.847	21.974	24.574
di cui: <i>addizionale all'Irpef</i>	6.166	6.548	6.091	5.939	7.152
<i>tasse automobilistiche (famiglie)</i>	3.647	3.641	3.808	4.034	4.044
Comuni	3.014	3.229	2.748	2.686	3.325
di cui: <i>addizionale all'Irpef</i>	1.576	1.630	1.528	1.563	2.240
<i>ICI (aree edificabili)</i>	1.084	1.135	819	649	649
Imposte indirette	63.080	63.407	67.184	71.477	74.805
Regioni (2)	44.018	43.360	46.514	49.919	53.088
di cui: <i>IRAP</i>	32.097	31.693	34.690	37.524	39.314
<i>quota regionale accisa oli minerali e derivati</i>	3.703	3.488	3.284	2.948	3.305
<i>tasse automobilistiche (imprese)</i>	864	868	903	956	957
<i>addizionale imposta gas metano</i>	521	494	554	528	532
<i>tributo speciale per deposito in discarica dei rifiuti</i>	231	235	234	233	233
Province	3.922	4.143	4.194	4.334	4.396
di cui: <i>imposta sull'assicurazione RC auto</i>	1.920	1.981	2.082	2.100	2.130
<i>imposta di trascrizione</i>	1.123	1.216	1.186	1.272	1.290
Comuni	14.146	14.847	15.370	16.074	16.171
di cui: <i>ICI (al netto aree edificabili)</i>	9.951	10.417	10.885	11.441	11.436
<i>imposta sulla pubblicità e diritti affissioni pubbliche</i>	382	398	405	411	411
Altri enti delle Amministrazioni locali	994	1.057	1.106	1.150	1.150
TOTALE	86.450	87.965	90.779	96.137	102.704
<i>per memoria:</i>					
Totale entrate	192.525	201.142	209.613	214.304	231.270
Totale spese	198.513	214.780	221.796	231.009	232.218

Fonte: Istat.

(1) Dati provvisori. – (2) Comprende le province autonome di Trento e Bolzano.

Nel 2007 alle Regioni e ai Comuni è stata restituita la facoltà di deliberare aumenti delle aliquote delle addizionali all'Irpef, dopo una sospensione durata quattro anni. Molti Comuni se ne sono avvalsi; il valore medio delle addizionali comunali all'Irpef è aumentato in tutte le regioni. L'addizionale regionale è aumentata in Emilia Romagna (tav. 13.6). Gli effetti sul gettito si realizzeranno nel 2008 (nel caso dei Comuni sono in parte già emersi nell'acconto versato nel 2007).

Nell'agosto del 2007 è stato presentato al Parlamento un disegno di legge delega in materia di federalismo fiscale che fissava i principi generali per una revisione organica delle modalità di finanziamento di Regioni ed Enti locali. Il provvedimento proponeva di finanziare tali enti con entrate proprie e risorse perequative, distinguendo a seconda del tipo di funzione svolta. In particolare, per le funzioni fondamentali (quali sanità e assistenza) stabiliva che la perequazione dovesse garantire interamente il finanziamento dei "livelli essenziali di prestazioni", valutati in base a parametri standard di costo; per le restanti funzioni la perequazione doveva compensare parzialmente le differenze di capacità fiscale.

Tavola 13.6

Addizionali all'Irpef: aliquote				
	Addizionale regionale (1)		Addizionale comunale (2)	
	2006	2007	2006	2007
Piemonte (3)	1,4	1,4	0,32	0,44
Valle d'Aosta	0,9	0,9	..	0,10
Lombardia (3)	1,3	1,3	0,19	0,26
Liguria (3)	1,4	1,4	0,35	0,42
P.A. Trento	0,9	0,9	..	..
P.A. Bolzano	0,9	0,9	0,10	0,11
Veneto (3)	0,9	0,9	0,30	0,40
Friuli V. G.	0,9	0,9	0,13	0,32
Emilia R. (3)	0,9	1,3	0,23	0,44
Toscana	0,9	0,9	0,33	0,45
Umbria (3)	0,9	0,9	0,28	0,51
Marche (3)	1,2	1,2	0,40	0,58
Lazio	1,4	1,4	0,25	0,49
Abruzzo	1,4	1,4	0,32	0,48
Molise	1,4	1,4	0,32	0,47
Campania	1,4	1,4	0,35	0,47
Puglia	0,9	0,9	0,34	0,48
Basilicata	0,9	0,9	0,33	0,47
Calabria	1,4	1,4	0,34	0,45
Sicilia	1,4	1,4	0,25	0,37
Sardegna	0,9	0,9	0,26	0,37

Fonte: elaborazioni su dati del Ministero dell'Economia e delle finanze (aliquote) e del Ministero dell'Interno (basi imponibili dell'addizionale comunale).

(1) Per le Regioni che prevedono aliquote differenziate per classi o scaglioni di reddito viene riportata l'aliquota relativa al reddito imponibile medio tratto dalle dichiarazioni dei redditi dell'anno 2005 rivalutato per l'inflazione. – (2) Media delle aliquote comunali ponderate per le basi imponibili tratte dalle dichiarazioni dei redditi dell'anno 2005. – (3) Regioni che prevedono aliquote differenziate per classi o scaglioni di reddito.

Il fabbisogno e il debito

Il fabbisogno. – Nel 2007 è proseguita la riduzione del fabbisogno complessivo (tav. 13.7), che è passato da 54,4 a 30,5 miliardi (dal 3,7 al 2,0 per cento del PIL).

Il fabbisogno è stato finanziato con emissioni nette di titoli (28 miliardi, contro 38 nel 2006) e con la riduzione delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (13,1 miliardi; nel 2006 erano aumentate di 8,2 miliardi per preconstituire i fondi necessari a effettuare i rimborsi dell'IVA attesi in conseguenza della sentenza della Corte di giustizia europea). Il ricorso ai prestiti di istituzioni finanziarie monetarie è stato pari a 1,8 miliardi (14,8 nel 2006); i prestiti connessi con operazioni di cartolarizzazione sono aumentati di 1,6 miliardi (2,4 nel 2006). Il contributo della componente monete e depositi è stato negativo (-14,0 miliardi) per effetto della riduzione dei buoni postali (-2,8 miliardi) e del sostanziale azzeramento dei conti correnti postali intestati a soggetti privati (-25,6 miliardi) a seguito dell'abolizione dell'obbligo di riversare tali fondi alla Tesoreria disposta con la legge finanziaria per il 2007; sono invece aumentati i depositi detenuti presso la Tesoreria dello Stato da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche (14,2 miliardi), in particolare quelli della CDP (12,4 miliardi) e la circolazione di Stato (0,2 miliardi).

Le dismissioni mobiliari, trascurabili nel 2006, sono state pari a 3,5 miliardi (0,2 per cento del PIL), derivanti dalla riduzione del capitale sociale della Sace spa.

Tavola 13.7

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro)					
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007
Indebitamento netto	46.614	48.312	60.428	49.634	29.179
Fabbisogno complessivo	39.876	49.778	69.421	54.393	30.468
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	56.742	58.093	74.039	54.432	33.968
Debito	1.393.495	1.444.603	1.511.534	1.575.630	1.596.705
<i>per memoria:</i>					
Dismissioni mobiliari (introiti -) (1)	-16.866	-8.316	-4.618	-38	-3.500

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.
(1) Si fa riferimento agli importi relativi alle Amministrazioni centrali.

Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto. – Nel 2007 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è risultato superiore all'indebitamento netto di 0,3 punti percentuali del PIL (1,2 punti nel 2006, al netto degli oneri straordinari connessi con la cancellazione dei crediti nei confronti della TAV, e 0,7 nella media del quadriennio 2002-05; tav. 13.8).

Il divario è dovuto essenzialmente all'acquisizione netta di partite finanziarie (0,4 per cento del PIL, inferiore di 0,3 alla media degli anni 2002-06). La differenza cassa-competenza si è sostanzialmente annullata (0,8 per cento nel 2006, escludendo gli effetti della cancellazione dei crediti vantati dallo Stato nei confronti della società TAV). Diversamente dallo scorso anno, la spesa per interessi è risultata inferiore nei conti di cassa rispetto a quanto registrato per competenza, per effetto soprattutto dei minori pagamenti connessi con i buoni postali fruttiferi e con i titoli emessi a sconto.

Il debito. – Nel 2007, dopo due anni di crescita, l'incidenza sul prodotto del debito pubblico è scesa di 2,5 punti percentuali al 104,0 per cento. La riduzione riflette l'avanzo primario e la diminuzione delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (cfr. il riquadro: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche* in *Bollettino economico*, n. 52, 2008).

L'aumento del debito è stato pari a 21,1 miliardi (64,1 nel 2006). Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato in parte compensato dalla citata riduzione delle attività del Tesoro e dall'apprezzamento dell'euro che ha diminuito il controvalore delle passività denominate in valuta di 0,3 miliardi (0,8 nel 2006). Sull'aumento del debito ha inoltre influito l'emissione di titoli sotto la pari (4,1 miliardi, 2,3 nel 2006).

Per quanto riguarda la ripartizione del debito pubblico per strumenti, in controtendenza con quanto registrato nel triennio 2004-06, nel 2007 è aumentata sia la quota dei titoli a medio-lungo termine (dal 73,9 per cento nel 2006 al 74,5) sia quella dei titoli a breve termine (dal 7,8 per cento all'8,0). La componente relativa a monete e depositi si è ridotta di circa un punto, al 9 per cento, prevalentemente per il già menzionato azzeramento dei conti correnti postali detenuti da soggetti privati in Tesoreria. È rimasta invece invariata la quota dei prestiti delle istituzioni monetarie e finanziarie.

Il debito include, al valore nominale (36,8 miliardi), i buoni postali emessi fino all'aprile del 2001 che sono stati assegnati al Ministero dell'Economia e delle finanze in occasione della trasformazione in società per azioni della CDP, avvenuta nel 2003. Il valore di rimborso di tali titoli, comprensivo degli interessi capitalizzati, è pari a 105,9 miliardi.

Tavola 13.8

Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito (in percentuale del PIL)		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
VOCI		(1)									(2)
(a)	Indebitamento netto (Istat)	2,8	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,2	3,4	1,9
(b)	Saldo delle partite finanziarie	-0,1	0,6	2,2	0,5	0,3	0,3	1,0	1,2	0,5	0,4
(c)	Differenza cassa-competenza saldo primario interessi	0,6 1,2 -0,6	0,2 0,3 -0,1	-1,1 -0,6 -0,5	0,6 0,9 -0,2	-0,2 0,2 -0,4	0,7 0,9 -0,2	-0,3 -0,2 -0,1	-0,3 -0,4 0,1	-0,1 -0,3 (0,5*) 0,2	0,0 0,2 -0,2
(d)=(a)+(b)+(c)	Fabbisogno del settore pubblico (MEF)	3,3	2,6	3,1	4,2	3,0	4,4	4,1	5,2	3,7	2,3
(e)=(g)-(d)	Discrepanze Fabbisogno AP - Fabbisogno SP	0,0	0,8	0,5	0,7	0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1
(g)	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari (BI)	3,3	3,4	3,6	5,0	3,1	4,2	4,2	5,2	3,7	2,2
(h)	Dismissioni mobiliari (introiti -)	-0,7	-2,0	-1,3	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,2
(i)=(g)+(h)	Fabbisogno complessivo (BI)	2,6	1,4	2,2	4,6	2,9	3,0	3,6	4,9	3,7	2,0
(l)	Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	-0,7	0,6	-0,8	0,2	0,0	-0,6	0,2	-0,1	0,6	-0,9
(m)	Scarti di emissione	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-1,9	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,3
(n)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	0,0	0,6	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,0
(o)=(i)+(l)+(m)+(n)	Variazione del debito (BI)	1,5	2,5	1,5	4,6	0,8	1,9	3,7	4,7	4,3	1,4
(p)=(a)-(o)	Divario Indebitamento netto - Variazione del debito	1,3	-0,7	0,5	-1,6	2,1	1,6	-0,2	-0,5	-1,0	0,5
(f)=(a)-(g)	<i>Divario Indebitamento netto - Fabbisogno AP</i>	-0,6	-1,6	-1,6	-1,9	-0,2	-0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,3
(q)=(g)-(o)	<i>Divario Fabbisogno AP - Variazione del debito</i>	1,9	0,9	2,1	0,3	2,3	2,4	0,5	0,5	-0,7	0,8

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno del settore pubblico (calcolato al netto delle dismissioni mobiliari) e gli interessi passivi di cassa, Ministero dell'Economia e delle finanze, Rtc e Ruef, vari anni; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche, la variazione dei depositi attivi del Tesoro, gli scarti di emissione e la variazione del controvalore in euro di passività in valuta, Banca d'Italia; per il saldo delle partite finanziarie attive elaborazioni su dati *Conti finanziari*, Banca d'Italia. Il saldo delle partite finanziarie include la variazione delle attività detenute per i seguenti strumenti finanziari: monete e depositi, titoli e prestiti. Sono escluse la variazione dei depositi attivi del Tesoro, le dismissioni mobiliari e nel 2006 la variazione dei prestiti dovuta al fattore straordinario relativo alla cancellazione dei crediti verso TAV (12.950 milioni). Quest'ultimo fattore incide in riduzione della componente riconducibile alla differenza nel criterio di contabilizzazione (cassa-competenza) del saldo primario, che è ottenuta a residuo.

(1) Per omogeneità di confronto, l'indebitamento netto esclude i proventi della vendita delle licenze UMTS contabilizzati in termini di competenza (13.815 milioni); il fabbisogno del settore pubblico e quello delle Amministrazioni pubbliche (entrambi al netto delle dismissioni mobiliari) escludono i proventi delle licenze UMTS incassati (11.899 milioni, di cui 10.709 inclusi nelle dismissioni mobiliari). - (2) Dati provvisori. - (*) Sono esclusi gli effetti della cancellazione dei crediti verso TAV.

Interrompendo la tendenza all'aumento evidenziata negli ultimi anni, l'incidenza sul prodotto del debito delle Amministrazioni locali è rimasta sostanzialmente invariata al 7,1 per cento (tav. 13.9). Oltre l'80 per cento del debito è distribuito fra Regioni (41,0 per cento) e Comuni (42,6 per cento). La quota del debito delle Province e degli altri enti è pari rispettivamente all'8,1 e all'8,3 per cento.

Tavola 13.9

Composizione per sottosettore del debito pubblico (in percentuale del PIL)		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Amministrazioni pubbliche		114,9	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0
<i>Amministrazioni centrali</i>		<i>112,5</i>	<i>110,4</i>	<i>105,4</i>	<i>104,9</i>	<i>101,9</i>	<i>99,0</i>	<i>98,4</i>	<i>99,7</i>	<i>99,3</i>	<i>96,8</i>
<i>Amministrazioni locali</i>		<i>2,4</i>	<i>2,9</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>3,4</i>	<i>5,1</i>	<i>5,3</i>	<i>6,1</i>	<i>7,1</i>	<i>7,1</i>
<i>Enti di previdenza</i>		<i>0,0</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

La quota dei titoli sul debito delle Amministrazioni locali è scesa di 1,5 punti percentuali (al 28,1 per cento); è invece aumentato il peso dei prestiti di istituzioni finanziarie e monetarie (0,2 punti percentuali, al 62,8 per cento) e delle operazioni di cartolarizzazione (1,3 punti percentuali, all'8,6 per cento). Nel comparto delle Regioni il debito derivante da tali operazioni è salito da 7,3 a 9,2 miliardi, prevalentemente in connessione con la cessione di crediti di soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario.

Nel 2007, assumendo una ripartizione territoriale del PIL pari a quella del 2006, l'incidenza del debito sul prodotto delle rispettive aree ha avuto una dinamica differenziata: si è ridotta al Centro e nel Nord Est (rispettivamente di 0,5 e 0,3 punti percentuali, al 9,3 e al 4,7 per cento), è rimasta stabile nel Nord Ovest (al 6,0 per cento), mentre è aumentata nel Mezzogiorno (di 0,6 punti percentuali, al 9,0 per cento).

LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2008 E PER IL MEDIO TERMINE

La politica di bilancio per il 2008

Obiettivi e previsioni. – Alla fine di giugno dello scorso anno il DPEF fissava l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2008 al 2,2 per cento del PIL (tav. 13.10). Si prevedeva una riduzione del debito pubblico di 1,9 punti, al 103,2 per cento del prodotto. L'indebitamento netto tendenziale (calcolato sulla base del criterio della legislazione vigente) era valutato al 2,2 per cento del PIL. Tenendo conto degli oneri non inclusi nella legislazione vigente, derivanti da impegni già assunti dal Governo e da prassi consolidate, si stimava che le risorse da reperire in sede di manovra di bilancio per conseguire gli obiettivi fossero pari allo 0,7 per cento del PIL.

Tavola 13.10

Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2008 (miliardi di euro e percentuali del PIL)						
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita % del PIL reale	PIL nominale
Stime dell'andamento tendenziale						
DPEF (giugno 2007) (1)	35,9	42,5	78,4	....	1,9	1.606,1
in percentuale del PIL	2,2	2,6	4,9	103,2		
RPP (settembre 2007)	29,4	48,8	78,2	....	1,5	1.605,0
in percentuale del PIL	1,8	3,0	4,9	103,1		
Ruef (marzo 2008)	38,7	40,6	79,3	....	0,6	1.590,4
in percentuale del PIL	2,4	2,6	5,0	103,0		
Obiettivi						
DPEF (giugno 2007)	....	....	....	....	1,9	1.606,1
in percentuale del PIL	2,2	2,7	4,9	103,2		
RPP (settembre 2007) (2)	35,4	42,9	78,3	....	1,5	1.605,0
in percentuale del PIL	2,2	2,7	4,9	103,5		
Programma di stabilità (novembre 2007)	....	....	....	....	1,5	....
in percentuale del PIL	2,2	2,6	4,9	103,5		

(1) Includono gli effetti del DL 81/2007. – (2) L'avanzo primario è tratto dalla sezione II del documento.

In settembre la RPP rivedeva al ribasso l'indebitamento netto tendenziale, sebbene le prospettive di crescita dell'economia nel 2008 venissero ridotte di 0,4 punti all'1,5 per cento. Si decideva tuttavia di mantenere invariato l'obiettivo per l'indebitamento netto, definendo contestualmente una manovra di bilancio con effetti accrescitivi del disavanzo pari a circa 0,4 punti percentuali del prodotto. Il *Programma di stabilità* di novembre confermava le stime di crescita e gli obiettivi per i conti pubblici. Il miglioramento programmato per l'indebitamento netto strutturale del 2008 era modesto (0,2 punti percentuali del PIL).

La manovra di bilancio per il 2008 approvata dal Parlamento accresce l'indebitamento netto di circa 6,1 miliardi (cfr. *Bollettino economico*, n. 52, 2008).

Gli aumenti di spesa (11,7 miliardi) riguardano per circa tre quarti le erogazioni correnti e sono in particolare destinati all'integrazione delle risorse per i contratti del pubblico impiego relativi al biennio 2006-07 (circa 2,3 miliardi), all'attuazione, per la parte non previdenziale, del Protocollo su previdenza, lavoro e competitività concordato con le parti sociali nell'estate del 2007 (un miliardo), ai consumi intermedi e alle spese di ministeri ed enti pubblici (0,9 miliardi) e all'abolizione dei ticket sulle prestazioni diagnostiche (0,8 miliardi). I risparmi di parte corrente (3,4 miliardi) derivano principalmente da una riduzione dei consumi intermedi (1,2 miliardi) e dalla riqualificazione e riorganizzazione della spesa (0,4 miliardi). Nel complesso le modifiche al finanziamento del trasporto pubblico locale comportano maggiori spese per 0,2 miliardi. La riduzione netta delle spese in conto capitale (1,9 miliardi) è riconducibile essenzialmente alle misure di natura contabile che riducono il termine di estinzione dei residui passivi iscritti a bilancio.

Gli sgravi (3,9 miliardi) riguardano per circa l'ottanta per cento le famiglie (Irpef e ICI sull'abitazione principale); le maggiori entrate (1,6 miliardi) derivano principalmente da interventi relativi all'IVA e alle accise. Con riferimento alla tassazione delle imprese la manovra per il 2008 ha definito una riforma che riduce le aliquote dell'Ires e dell'IRAP, ne amplia le basi imponibili e introduce alcune imposte sostitutive e norme riguardanti le piccole imprese. Nelle valutazioni ufficiali tale riforma determina un maggior gettito nel 2008 per circa mezzo miliardo e minori entrate nel 2009 dell'ordine di 2,5 miliardi. Per il 2010, quando la riforma entrerà a regime, si stimano minori introiti per circa un miliardo.

Alla fine del 2007 con un decreto sono stati prorogati i termini di applicazione di numerosi provvedimenti. Il decreto (cosiddetto "milleproroghe") è stato approvato con modifiche dal Parlamento nel successivo mese di febbraio; i relativi oneri sono stati solo in parte compensati con la riduzione di precedenti stanziamenti.

Con il disegno di legge di bilancio per il 2008 è stata per la prima volta applicata la riclassificazione del bilancio per missioni e programmi. La nuova struttura, definita dalla Ragioneria generale dello Stato, è costituita da 34 missioni e 168 programmi. Nella manovra di bilancio sono confluite alcune proposte indicate dalla Commissione tecnica per la finanza pubblica, istituita con il compito di gestire un programma straordinario di revisione della spesa al fine di individuare gli aspetti critici e le possibili strategie di miglioramento. Nel corso del 2007 la Commissione ha presentato due rapporti (*Libro verde sulla spesa pubblica* e *Rapporto intermedio sulla revisione della spesa*), concentrando l'analisi sui flussi di spesa di cinque ministeri (Giustizia, Interno, Pubblica istruzione, Infrastrutture e Trasporti).

Alla fine di dicembre il Parlamento ha inoltre approvato un provvedimento collegato alla manovra che include le misure di attuazione del citato Protocollo su previdenza, lavoro e competitività. Con riferimento al settore previdenziale, è stato reso più graduale l'innalzamento dell'età per l'accesso al pensionamento di anzianità per coloro che hanno maturato almeno 35 anni di contribuzione (in base alla normativa precedente tale età doveva salire da 57 a 60 anni dal 1° gennaio 2008). Inoltre, è stato posposto al 2010 il primo aggiornamento dei coefficienti di trasformazione del montante in rendita introdotti nel 1995 per il calcolo delle pensioni in base al regime contributivo; per il futuro tale aggiornamento è stato reso più frequente e automatico.

Una commissione dovrà proporre, entro il 2008, modifiche alle modalità di calcolo dei suddetti coefficienti per tenere conto dell'andamento atteso del contesto economico e demografico e della possibilità di inserire sia meccanismi di solidarietà in favore dei lavoratori con carriere discontinue sia una differenziazione per settore di attività. Nell'attuazione di tali indicazioni è opportuno evitare di indebolire gli incentivi nelle scelte di lavoro derivanti dai tratti salienti del sistema contributivo: omogeneità nel trattamento dei lavoratori e stretto legame fra contribuzioni e prestazioni.

Le stime più recenti. – In marzo, con la Ruef, il Governo ha aggiornato le stime sui conti pubblici per l'anno in corso. La previsione per l'indebitamento netto è stata

rivista al rialzo dal 2,2 al 2,4 per cento del PIL, nonostante i risultati del 2007 migliori delle attese. Si è tenuto conto dello slittamento al 2008 degli oneri di alcuni provvedimenti e del peggioramento delle prospettive di crescita (dall'1,5 allo 0,6 per cento).

Nelle stime della Ruef l'avanzo primario scende dal 3,1 per cento del PIL nel 2007 al 2,6, per effetto di un calo delle entrate di 0,3 punti percentuali e di un aumento delle spese primarie di entità analoga. La spesa per interessi rimane sostanzialmente stabile. Escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee, l'indebitamento netto peggiora di 0,6 punti percentuali del PIL.

Nelle stime della Ruef la crescita delle entrate si riduce nettamente rispetto allo scorso biennio riflettendo il rallentamento dell'attività economica, gli sgravi fiscali decisi dal Governo e l'ipotesi che si arresti l'allargamento della base imponibile registrato in passato per effetto delle misure di contrasto all'evasione e all'elusione fiscale. La spesa in conto capitale rimane stabile al 4,2 per cento del PIL, escludendo nel 2007 le maggiori spese in conto capitale (4,7 miliardi) connesse con la soppressione dell'anticipo richiesto ai concessionari della riscossione.

Le valutazioni della Commissione europea, che includono un tasso di crescita dell'economia marginalmente inferiore a quello previsto dal Governo, indicano per l'anno in corso un indebitamento netto pari al 2,3 per cento.

Nella Ruef si stima per il 2008 un fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari pari al 2,5 per cento del PIL (2,2 nel 2007). Il divario rispetto all'indebitamento netto si riduce ancora, da 0,3 punti percentuali nel 2007 a 0,1 punti (cfr. il paragrafo: *Il fabbisogno e il debito*). Il debito pubblico è previsto diminuire di un punto percentuale del prodotto, al 103,0 per cento.

Nei primi tre mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, al netto delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 18,0 miliardi, inferiore di 8,9, a quello dello stesso periodo dello scorso anno. Il miglioramento rispetto al 2007 riflette principalmente i maggiori versamenti da parte dei concessionari della riscossione, per effetto dell'abrogazione nel dicembre scorso dell'acconto a loro carico, e quelli riguardanti le quote del TFR maturato non destinate alla previdenza complementare; lo scorso anno questi ultimi versamenti erano stati effettuati a partire dal mese di agosto. La dinamica dell'Irpef è risultata sostenuta, mentre l'IVA ha segnato un forte rallentamento; una più precisa valutazione dell'andamento delle entrate sarà possibile in estate, quando saranno disponibili i dati relativi ai tributi versati in autotassazione.

Nell'anno in corso il gettito troverà sostegno nella crescita delle retribuzioni unitarie (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*), dovuta al concentrarsi di importanti rinnovi contrattuali. Il peggioramento della congiuntura che si prospetta per il 2008 dovrebbe riflettersi solo parzialmente sui conti pubblici di quest'anno, esercitando pienamente i suoi effetti dal 2009, anche per i ritardi insiti nei meccanismi di versamento delle imposte delle imprese.

In maggio il nuovo Governo ha deciso l'abolizione dell'ICI sulla maggior parte delle abitazioni principali (con oneri stimati in oltre 1,5 miliardi) e la riduzione del prelievo sul lavoro straordinario e sui premi di produttività (oltre 0,5 miliardi); quest'ultimo provvedimento, che riguarda solo i lavoratori dipendenti del settore privato, viene introdotto in via sperimentale per il secondo semestre dell'anno in corso. Sono inoltre state approvate maggiori spese per circa 0,5 miliardi, connesse principalmente con l'emergenza nella raccolta e nello smaltimento dei rifiuti. Per il finanziamento di tali interventi sono state disposte riduzioni di spese.

I programmi e le prospettive per il medio termine

Per il 2009 la Ruef ha indicato l'indebitamento netto tendenziale (calcolato sulla base della legislazione vigente) al 2,1 per cento del PIL. La valutazione si fonda su un quadro di graduale ripresa dell'attività economica; il prodotto crescerebbe dell'1,2 per cento.

La Commissione europea, che sconta una crescita del PIL nel 2008 e nel 2009 lievemente inferiore a quella della Ruef, per il prossimo anno colloca l'indebitamento netto tendenziale (a politiche invariate, tenendo conto quindi anche degli oneri derivanti da prassi consolidate) al 2,4 per cento del PIL.

Nel quadro programmatico aggiornato dalla Ruef il debito scende al di sotto del prodotto nel 2010. Un sostanziale pareggio di bilancio è programmato per il 2011. Data l'evoluzione attesa per la spesa per interessi, ciò richiede che, come indicato nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* di novembre, l'avanzo primario si riporti in prossimità del 5 per cento del PIL (fig. 13.6) La correzione del saldo strutturale nel triennio 2009-2011 è di 0,7 punti percentuali del prodotto l'anno.

Dato il quadro macroeconomico della Ruef e le stime tendenziali riguardanti le entrate, le spese in conto capitale e gli interessi, per poter raggiungere il pareggio di bilancio entro il 2011 le spese correnti primarie dovrebbero ridursi di 2,5 punti percentuali del PIL.

Ciò richiederebbe che il loro tasso di crescita nominale sia pari all'1,9 per cento in media all'anno, più che dimezzandosi rispetto a quello registrato nell'ultimo quinquennio. Una riduzione di un punto dell'incidenza delle entrate sul PIL nel triennio considerato richiederebbe uno sforzo ancora più consistente: la crescita nominale della spesa dovrebbe essere solo di poco superiore al mezzo punto percentuale all'anno. Ne conseguirebbe una significativa riduzione delle erogazioni in termini reali.

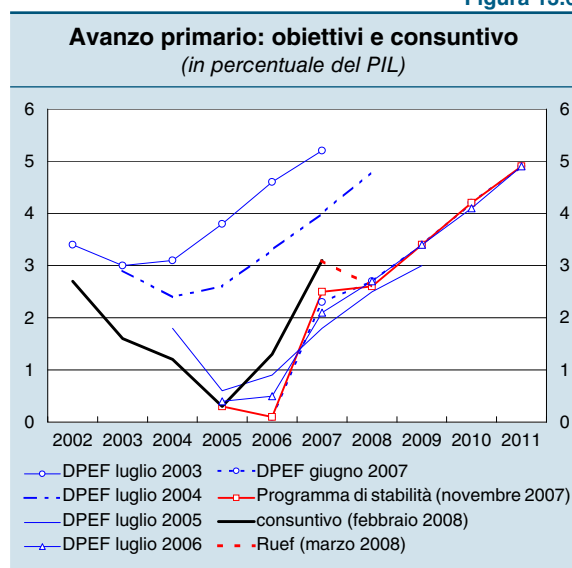
La riduzione del debito pubblico, il contenimento e la riqualificazione degli esborsi, la riduzione delle distorsioni indotte dal prelievo fiscale permetteranno di fronteggiare meglio in futuro gli effetti sui conti pubblici delle dinamiche demografiche.

I conti generazionali degli italiani

La metodologia dei conti generazionali, sviluppata nei primi anni novanta, consente di elaborare indicatori di sostenibilità delle politiche economiche correnti e fornisce indicazioni per valutare il loro grado di equità intergenerazionale.

Il saldo generazionale dell'individuo medio di una certa coorte (che comprende tutti i nati nel medesimo anno) è definito dall'ammontare dei trasferimenti in denaro e dei servizi da lui ricevuti nel corso della vita dal settore pubblico, al netto delle risorse versate sotto forma di imposte e contributi. Le politiche di bilancio correnti sono considerate sostenibili se la somma dei saldi di tutte le generazioni viventi e future e del debito pubblico in essere è inferiore o pari a zero.

Figura 13.6



Un esercizio di costruzione dei conti generazionali, effettuato utilizzando i più recenti dati disponibili, mostra che il valore attuale dei disavanzi di bilancio che si determinerebbero se rimanessero invariate in futuro le attuali politiche di prelievo e di spesa (incluso l'evoluzione delle regole già stabilita nella normativa) supera il 100 per cento del prodotto: il debito implicito nelle attuali regole sarebbe quindi di entità analoga a quello esplicito accumulato negli scorsi decenni. Un'altra indicazione dell'entità dello squilibrio è data dall'aumento permanente dell'avanzo primario necessario a garantire la sostenibilità rispetto ai risultati raggiunti nel 2007. Tale incremento risulta di poco inferiore a 3 punti percentuali del PIL.

Per calcolare il saldo generazionale di ciascuna coorte, si ripartiscono tra le diverse classi di età le spese e le entrate del bilancio pubblico sulla base di informazioni derivate da indagini campionarie e dati amministrativi. Per l'esercizio, che ha come anno base il 2006, si sono utilizzati, tra l'altro, i dati di bilancio relativi agli anni 2006 e 2007, le proiezioni di spesa fornite dalla Ragioneria generale dello Stato, le previsioni demografiche dell'Istat e l'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia.

La Commissione europea ha stimato che, rispetto ai risultati del 2007, l'aumento del saldo primario necessario a garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche è pari all'1,1 per cento; in tale esercizio le entrate vengono mantenute costanti rispetto al PIL. Nelle valutazioni qui presentate invece la dinamica delle entrate è, come quella delle spese, legata all'andamento demografico.

I precedenti studi sui conti generazionali italiani, che avevano come riferimento la situazione nel 1990 e nel 1998, mostravano che lo squilibrio dei conti pubblici italiani, assai elevato all'inizio degli anni novanta, si era fortemente ridotto in seguito, con il consolidamento fiscale che aveva portato l'Italia all'ingresso nella UEM. Secondo le stime attuali, nell'ultimo decennio non si sono registrati ulteriori progressi.

Con riferimento all'equità tra generazioni si può calcolare che, qualora l'onere dell'aggiustamento necessario a rendere sostenibili le politiche di bilancio fosse interamente addossato agli individui appartenenti alle generazioni future, il loro saldo generazionale sarebbe negativo e pari a circa 3 volte il loro reddito medio annuo. Per contro, gli individui appartenenti alla più giovane generazione vivente, a cui nell'esercizio sono applicate le regole attuali, beneficerebbero di un saldo lievemente positivo.

Gli squilibri sono in larga parte dovuti al pronunciato invecchiamento della popolazione, che da un lato accrescerà le spese per pensioni e sanità, dall'altro ridurrà la frazione di popolazione attiva su cui si riversa l'onere di finanziare tali prestazioni. Allo squilibrio contribuiscono anche il debito pubblico in essere e le regole pensionistiche particolarmente generose garantite alle generazioni più anziane.

Limitatamente alla componente dei conti generazionali relativa ai benefici pensionistici, è anche possibile mettere a confronto il trattamento riservato alle diverse generazioni viventi. Sulla base delle regole vigenti, il valore attuale dei benefici pensionistici attesi da un individuo rappresentativo di età pari o inferiore ai quaranta anni è solo il 75 per cento circa di quello di un sessantenne, a conferma che le riforme attuate nel corso degli anni novanta hanno inciso soprattutto sui diritti delle generazioni più giovani e di quelle non ancora nate. Se si includessero nel calcolo anche i contributi versati nel corso della vita lavorativa, il confronto sarebbe ancora più favorevole alle coorti più anziane.

Pur tenendo conto delle incertezze connesse con stime di lungo periodo, da tali risultati emerge la necessità di non posticipare gli interventi necessari ad accrescere l'avanzo primario. Un rinvio aumenterebbe ulteriormente la disparità di trattamento a sfavore delle generazioni future.

14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2007 il settore privato non finanziario (famiglie e imprese) ha registrato, per la prima volta dal 1995, un saldo finanziario lievemente negativo (tav. 14.1). Vi hanno contribuito il livello contenuto del risparmio finanziario delle famiglie e la marcata crescita del fabbisogno delle imprese.

Il risparmio finanziario delle famiglie, che misura la differenza tra i flussi di attività e passività finanziarie, è sceso al 3,4 per cento del prodotto, un valore assai inferiore a quanto registrato in media negli ultimi dieci anni (5,7 per cento). Nell'anno sono aumentati gli investimenti finanziari in depositi a lunga scadenza e in titoli a medio e a lungo termine. È proseguita la cessione di quote di fondi comuni e, per la prima volta dal 1995, si sono registrati disinvestimenti netti nel comparto assicurativo. Nel 2007 l'indebitamento finanziario a medio e a lungo termine delle famiglie è cresciuto a un ritmo più contenuto; gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito hanno raggiunto il 7,9 per cento del reddito disponibile, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente.

La redditività operativa delle imprese è rimasta stabile sui bassi livelli del 2006. L'aumento degli oneri finanziari netti (dal 5,2 al 6,2 per cento del valore aggiunto) ha concorso a mantenere il grado di copertura degli investimenti con risorse interne su un valore tra i più bassi dell'ultimo decennio (45 per cento). Il fabbisogno finanziario è aumentato al 3,5 per cento del PIL, dal 2,4 dell'anno precedente, ed è stato coperto ricorrendo principalmente all'indebitamento bancario. I debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 74 per cento del PIL; benché in aumento, tale rapporto risulta ancora contenuto nel confronto internazionale. Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, ha ripreso a crescere dopo tre anni di sostanziale stabilità, raggiungendo il 41 per cento. La quota di credito concessa alle imprese finanziariamente meno solide è diminuita.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

In presenza di una crescita dei consumi che, seppur contenuta, è stata superiore a quella del reddito disponibile (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), il risparmio finanziario delle famiglie (consumatrici, produttrici e istituzioni sociali private) si è ridotto nel 2007, risultando pari a 52 miliardi e al 3,4 per cento del PIL (68 miliardi e 4,6 per cento, rispettivamente, nel 2006; tav. 14.1). Tenendo conto della perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione, la riduzione risulta più marcata.

Il rapporto tra il risparmio finanziario delle famiglie italiane e il prodotto ha mostrato una tendenza alla riduzione dall'inizio di questo decennio, ma nel 2006 risultava ancora superiore a quello dell'area dell'euro, dove era pari al 3,1 per cento. Per le famiglie del Regno Unito e degli Stati Uniti, il saldo finanziario risulta, invece, debitorio a partire dalla fine degli anni novanta, un fenomeno connesso con l'elevata crescita dell'indebitamento del settore.

Tavola 14.1

Saldi finanziari (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2004	2005	2006	2007
Famiglie (2)	83.646	71.179	68.004	51.874
di cui: con l'estero	1.319	42.141	32.559	221
Società non finanziarie	-12.752	-27.796	-36.065	-53.611
di cui: con l'estero	13.683	53.960	38.631	76.390
Amministrazioni pubbliche	-49.612	-60.940	-49.754	-30.683
di cui: con l'estero	-19.269	-91.578	-36.967	7.264
Istituzioni finanziarie monetarie	19.757	11.808	-17.108	25.667
di cui: con l'estero	27.566	-47.978	-62.700	-67.073
Altri intermediari finanziari (3)	-29.248	21.777	9.442	14.862
di cui: con l'estero	-44.638	5.711	-26.257	-22.049
Imprese di assicurazione (4)	-15.684	-26.988	11.942	-28.514
di cui: con l'estero	17.445	26.785	41.195	-10.619
Resto del mondo	3.894	10.959	13.539	20.404
<i>Per memoria:</i>				
Settore privato non finanziario	70.894	43.383	31.939	-1.737
di cui: con l'estero	15.002	96.101	71.190	76.611
In percentuale del PIL				
Famiglie	6,0	5,0	4,6	3,4
Società non finanziarie	-0,9	-1,9	-2,4	-3,5
Amministrazioni pubbliche	-3,6	-4,3	-3,4	-2,0
Società finanziarie (5)	-1,8	0,5	0,3	0,8
Resto del mondo	0,3	0,8	0,9	1,3
In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (6)				
Famiglie	3,6	2,5	3,3	1,2
Società non finanziarie	0,3	-0,7	-1,8	-2,3
Amministrazioni pubbliche	-1,6	-2,1	-2,2	-0,2

(1) 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. Il settore privato include le famiglie e le società non finanziarie. – (2) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Sono inclusi gli ausiliari finanziari. – (4) Include anche i fondi pensione. – (5) Istituzioni finanziarie monetarie, altri intermediari finanziari, imprese di assicurazione e ausiliari finanziari. – (6) Nel calcolo della correzione per l'inflazione sono considerati soltanto gli strumenti finanziari denominati in euro, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Nel 2007, secondo dati ancora preliminari, la ricchezza netta delle famiglie italiane, costituita dallo stock di attività finanziarie e reali al netto delle passività, risulterebbe pari a circa otto volte il reddito disponibile, un valore sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente. In base alle ultime informazioni disponibili, nel nostro paese il rapporto tra ricchezza netta e reddito è più elevato di quello osservato in Germania, negli Stati Uniti e in Giappone e in linea con quello della Francia e del Regno Unito. L'alto valore del rapporto in Italia è dovuto sia alla maggiore incidenza della ricchezza immobiliare, in prevalenza connessa con l'elevata percentuale di famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza, sia al minore indebitamento del settore (cfr. *La ricchezza delle famiglie italiane 1995-2005*, in *Supplementi al Bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari*, n. 75, 19 dicembre 2007).

Analisi empiriche indicano che la ricchezza netta presenta una concentrazione maggiore rispetto al reddito. In base all'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia (basata su un campione di circa 8.000 nuclei familiari), nel 2006 il 10 per cento delle famiglie più ricche possedeva quasi il 45 per cento della ricchezza netta totale, quota sostanzialmente invariata rispetto alla precedente rilevazione del 2004 (43 per cento), mentre il 10 per cento delle famiglie con redditi più elevati deteneva il 26 per cento dei redditi complessivi. Un'analisi comparata relativa alla concentrazione della ricchezza mostra che essa non è superiore a quella riscontrata in altri paesi industriali.

Tavola 14.2

Tabella 14

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2007	Composizione percentuale		2006	2007
		dic. 2006	dic. 2007		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	587.941	15,9	15,9	31.273	2.285
di cui: depositi	498.910	13,6	13,5	23.357	-2.733
Altri depositi	380.635	9,4	10,3	26.867	34.503
Titoli a breve termine	26.044	0,4	0,7	14.353	13.572
Titoli a medio e a lungo termine	584.115	14,5	15,8	21.052	61.345
di cui: pubblici	177.564	4,3	4,8	-4.479	25.685
di cui: impresa	51.456	1,2	1,4	4.901	10.555
di cui: bancari	355.095	9,0	9,6	20.631	25.106
Quote di fondi comuni	185.941	6,1	5,0	-36.400	-31.430
Azioni e partecipazioni	880.089	25,3	23,8	5.130	24.159
Attività sull'estero	326.758	8,8	8,8	32.559	221
di cui: depositi	17.578	0,4	0,5	11.404	3.116
di cui: titoli a breve termine	1.674	0,0	0,0	463	563
di cui: titoli a medio e a lungo termine	126.695	3,4	3,4	9.694	3.611
di cui: azioni e partecipazioni	100.062	2,7	2,7	1.227	-3.527
di cui: quote di fondi comuni	80.749	2,2	2,2	9.771	-3.542
Riserve per premi di assicurazione (2)	609.872	16,6	16,5	33.178	-948
di cui: riserve ramo vita	364.272	10,2	9,9	20.832	-9.091
Altre attività (3)	115.899	3,0	3,1	-2.092	7.213
Totale attività	3.697.294	100,0	100,0	125.920	110.920
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (4)	56.271	7,9	7,6	796	2.302
di cui: bancari	53.601	7,6	7,3	506	1.791
Debiti a medio e a lungo termine (5)	469.468	62,5	63,7	48.767	46.466
di cui: bancari	410.779	55,7	55,7	40.071	34.286
Altre passività finanziarie (6)	211.479	29,6	28,7	8.353	10.277
Totale passività	737.218	100,0	100,0	57.916	59.045
SALDO	2.960.076			68.004	51.875

(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) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (3) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (6) La voce è costituita da: debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Le attività finanziarie. – Nel 2007 le famiglie italiane hanno ceduto quote di fondi comuni italiani (31 miliardi) ed esteri (3,5 miliardi; tav. 14.2), in presenza di un aumento dei rendimenti su attività alternative e del peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari nella seconda parte dell'anno. Per la prima volta dal 1995, si è registrato un consistente deflusso netto anche nel comparto dei prodotti finanziari assicurativi, inclusi nelle riserve per premi di assicurazione del ramo vita. In presenza di un aumento del costo opportunità di detenere attività liquide, i depositi a vista si sono ridotti. Il maggior rendimento offerto ha accresciuto gli investimenti netti in titoli a medio e a lungo termine e in depositi a più lunga scadenza: la quota di questi strumenti sulla consistenza delle attività finanziarie è rispettivamente aumentata dal 18 al 19 per cento e dal 9 al 10 per cento.

Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali, manifestatesi dall'estate, si sono associate, nel secondo semestre del 2007, a una ricomposizione degli investimenti di portafoglio delle famiglie italiane verso strumenti finanziari meno rischiosi. In tale periodo, gli investimenti hanno privilegiato soprattutto depositi bancari, buoni e libretti postali e pronti contro termine, a fronte di un calo consistente degli acquisti netti di azioni, che erano invece fortemente aumentati nella prima parte dell'anno.

L'evoluzione degli investimenti finanziari in base ai dati microeconomici. – È dall'inizio del decennio che i risparmiatori italiani hanno mostrato un minore interesse nei confronti dei prodotti del risparmio gestito, anche per ragioni di natura strutturale (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*). Dall'Indagine sui bilanci delle famiglie (IBF) della Banca d'Italia emerge che la percentuale di famiglie che detiene fondi comuni italiani è diminuita tra il 2000 e il 2006 dal 12 all'8 per cento (tav. 14.3); una dinamica simile ha interessato le gestioni patrimoniali. La riduzione degli investimenti in fondi comuni - sia in termini di possesso sia in termini di incidenza sul valore del portafoglio di attività finanziarie - è stata percentualmente più ampia per le famiglie con redditi inferiori alla mediana. Per le famiglie con reddito più elevato, l'allontanamento dai fondi comuni si è associato a una riduzione del ricorso alle gestioni patrimoniali, detenute prevalentemente da questi nuclei familiari.

Tavola 14.3

Attività finanziarie delle famiglie per quartile di reddito (1) (valori percentuali)								
REDDITO DISPONIBILE ANNUO	Depositi (2)	Titoli di Stato	Obbliga- zioni	Fondi comuni	Azioni	Gestioni patrimoniali	Titoli esteri	Altro (3)
2000								
1° quartile	55,7	3,7	0,8	1,4	1,2	0,1	0,0	0,3
2° quartile	81,1	8,0	2,5	6,0	4,2	0,9	0,4	1,1
3° quartile	90,2	13,6	5,9	12,1	9,8	3,2	0,7	1,5
4° quartile	94,5	21,9	14,2	27,1	23,5	7,6	3,6	3,3
Totale	80,4	11,8	5,8	11,6	9,7	3,0	1,2	1,6
2006								
1° quartile	63,5	2,2	1,0	1,1	0,8	0,2	0,2	0,5
2° quartile	83,9	5,9	2,6	2,9	2,2	0,5	0,5	1,3
3° quartile	92,9	11,5	6,5	9,3	5,3	1,3	0,7	2,5
4° quartile	95,1	16,2	15,6	19,0	17,2	3,5	1,7	3,7
Totale	83,8	9,0	6,4	8,1	6,4	1,4	0,8	2,0

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
 (1) Percentuali di famiglie che detengono attività finanziarie sul totale delle famiglie presenti nell'Indagine. – (2) Comprende anche pronti contro termine e certificati di deposito, depositi, libretti e buoni postali. – (3) Include quote di società a responsabilità limitata e di società di persone e prestiti a società cooperative.

Nello stesso periodo sono aumentati sia la percentuale di famiglie con depositi bancari e postali (dall'80 per cento nel 2000 all'84 per cento nel 2006), sia il peso di questi strumenti sul totale delle attività finanziarie. La riallocazione verso i depositi ha riguardato soprattutto i risparmiatori con un reddito inferiore alla mediana, rivelando un'accresciuta avversione al rischio. L'aumento degli acquisti di obbligazioni private (emesse da banche o imprese) è concentrato prevalentemente tra le famiglie con reddito e ricchezza superiori alla mediana.

La riallocazione del portafoglio delle famiglie dai fondi comuni verso strumenti bancari o postali è confermata anche considerando il gruppo di 292 famiglie che nella IBF del 2000 dichiaravano di possedere quote di fondi comuni e che sono censite anche nella IBF del 2006. Già nel 2000 questo gruppo era caratterizzato da redditi e ricchezza più elevati rispetto al resto del campione. Delle famiglie considerate, soltanto il 40 per cento circa deteneva ancora fondi comuni nel 2006; queste ultime presentano più alti livelli di reddito e di ricchezza netta, soprattutto nella componente finanziaria; anch'esse hanno peraltro ridotto la percentuale del proprio patrimonio investita in prodotti del risparmio gestito, dal 43 al 28 per cento (dal 34 al 27 per cento per i soli fondi comuni) e le risorse rese disponibili sono state investite in obbligazioni private. Le famiglie che hanno invece abbandonato i fondi comuni hanno riallocato i propri portafogli prevalentemente in depositi bancari e prodotti postali e, in misura inferiore, in obbligazioni.

Nella IBF riferita all'anno 2006 sono state inserite sei domande volte a rilevare la capacità di interpretare in modo rapido e corretto l'informazione economica utilizzata nel formulare le scelte più comuni in campo finanziario. Complessivamente i risultati di questo esercizio indicano che circa la metà delle famiglie italiane non dispone delle nozioni indispensabili per effettuare con competenza le operazioni finanziarie più diffuse. Ad esempio, la metà del campione non è stata in grado di individuare il saldo in un estratto conto di un deposito in conto corrente; il 60 per cento ha mostrato difficoltà con il concetto di interesse composto e ben il 70 per cento non è stato in grado di interpretare un grafico che illustra il rendimento di due attività finanziarie su un orizzonte pluriennale. Il grado di competenza finanziaria è, a parità di altre condizioni, correlato positivamente con l'istruzione, aumenta con l'età, ma non in modo lineare, fino a raggiungere un massimo attorno ai 45 anni ed è più elevato per gli uomini e nelle regioni settentrionali. I dati mostrano anche una forte correlazione tra le risposte corrette e l'utilizzo effettivo di strumenti finanziari, anche se non è stato possibile individuare con precisione la direzione del nesso causale.

La composizione delle attività finanziarie nel confronto internazionale. – Il confronto con i principali paesi industriali, basato su dati aggregati, indica che in Italia la quota delle obbligazioni e dei titoli di Stato sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie è molto più elevata (tav. 14.4). Se in passato il fenomeno era dovuto principalmente alla componente dei titoli pubblici, si è successivamente assistito a una progressiva sostituzione di questi ultimi con obbligazioni bancarie, che nel 2007 rappresentavano il 48 per cento del complesso delle obbligazioni e dei titoli di Stato (8 per cento nel 1995). Anche il peso delle obbligazioni estere è risultato in crescita dal 7 per cento nel 1995 al 17 nel 2007; la quota dei titoli emessi da imprese, sebbene aumentata dall'1 per cento del 1995 al 7 per cento del 2007, rimane contenuta.

Nel decennio in corso la minore propensione a investire in fondi comuni si è osservata anche in altri paesi europei, sebbene in misura meno intensa che in Italia (tav. 14.4). Negli altri principali paesi industriali il peso dei fondi comuni risulta ancora in crescita.

Tavola 14.4

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)								
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli di Stato e altre obbligazioni	Azioni (2) e quote di fondi comuni		Altre attività (3)	Per memoria:		
			di cui: quote di fondi comuni			Attività finanziarie	Passività finanziarie	di cui: debiti finanziari
Quote percentuali sul totale			In rapporto al reddito disponibile					
Francia								
1996	40,0	5,1	25,0	12,1	30,0	2,21	0,63	0,54
2000	33,4	2,9	29,6	11,3	34,2	2,67	0,72	0,56
2006	29,1	1,4	29,3	9,4	40,1	2,90	0,84	0,70
Germania								
1996	41,5	11,5	19,1	7,4	27,9	2,18	0,95	0,93
2000	34,2	9,0	27,4	11,3	29,3	2,52	1,06	1,05
2006	33,9	10,3	24,9	11,6	31,0	2,80	0,97	0,96
Italia								
1996	36,4	26,7	23,2	5,5	13,7	2,65	0,39	0,25
2000	22,9	17,1	45,8	15,3	14,2	3,63	0,51	0,32
2006	25,7	18,4	36,4	8,3	19,6	3,61	0,67	0,47
Spagna								
1996	47,3	2,7	34,3	14,1	15,7	2,08	0,59	0,46
2000	39,8	2,5	40,4	13,7	17,3	2,49	0,81	0,69
2006	36,9	2,3	43,8	11,3	17,1	2,90	1,33	1,24
Area dell'euro (4)								
1996	39,6	13,2	22,6	....	24,6	2,39	0,68	0,63
2000	31,0	9,3	33,4	....	26,3	2,87	0,81	0,74
2006	31,2	8,5	29,7	....	30,5	3,09	0,98	0,91
Regno Unito								
1996	23,7	2,0	19,7	3,9	54,7	3,97	1,05	0,95
2000	20,3	1,5	23,1	4,9	55,1	4,86	1,14	1,05
2006	26,0	0,8	14,7	4,3	58,5	4,60	1,69	1,53
Stati Uniti (5)								
1996	12,4	9,4	46,4	8,8	31,9	4,19	0,95	0,91
2000	10,3	6,5	50,3	11,1	33,0	4,59	1,03	0,99
2006	13,0	8,2	44,3	13,1	34,5	4,49	1,40	1,35
Giappone								
1996	51,8	6,9	10,3	2,4	31,0	3,91	1,31	1,10
2000	53,7	4,6	10,1	2,6	31,5	4,34	1,33	1,13
2006	50,1	4,7	16,1	4,4	29,2	4,91	1,29	1,07
Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, <i>United Kingdom National Accounts, (The Blue Book)</i> per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, <i>Flow of Funds Accounts of the United States</i> per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro. (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: <i>Note metodologiche</i> . – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. – (4) Il dato del 1996 si riferisce all'area composta da 12 paesi. – (5) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.								

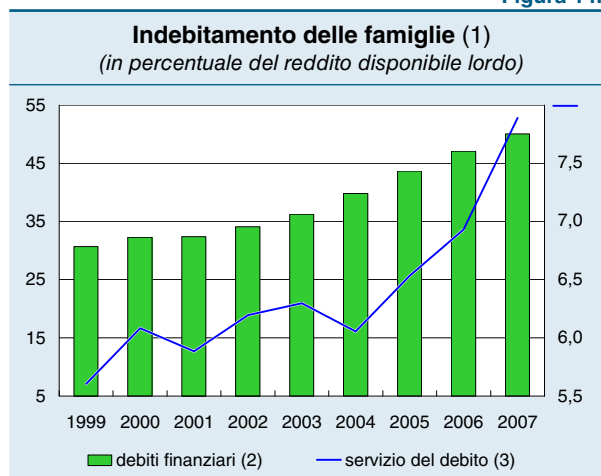
I debiti finanziari. – Nel 2007 i debiti finanziari a medio e a lungo termine delle famiglie hanno decelerato (tav. 14.2): rispetto all'anno precedente, la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e del credito al consumo, pur rimanendo su livelli ancora elevati, è stata più contenuta (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

Alla fine dell'anno, i debiti finanziari delle famiglie italiane erano pari al 50 per cento del reddito disponibile (47 per cento nel 2006; fig. 14.1), un valore ancora nettamente inferiore a quello osservato in media nell'area dell'euro (pari a circa il 90 per cento) e negli altri principali paesi industriali (tav. 14.4). L'indebitamento risulta contenuto sebbene nei dati aggregati il settore delle famiglie includa anche quelle produttrici, particolarmente numerose nel nostro paese; se si considerano le sole famiglie consumatrici, l'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile è pari, in Italia, al 42 per cento. Nel confronto internazionale risulta bassa anche la percentuale di famiglie indebitate: in base alla IBF, nel 2006 il 12 per cento dei nuclei familiari aveva un mutuo e il 13 per cento un prestito al consumo; le corrispondenti percentuali per entrambe le categorie di prestito erano prossime al 20 per cento in Spagna (in base a dati relativi al 2001), al 30 e al 50 per cento rispettivamente in Francia e negli Stati Uniti (nel 2004).

Tendenze di medio periodo dell'indebitamento delle famiglie consumatrici. – Dall'inizio di questo decennio la crescita dei prestiti alle famiglie consumatrici italiane è stata elevata: 11,5 per cento in media all'anno per i prestiti totali e oltre il 15 per cento per quelli relativi all'acquisto di abitazioni. L'aumento del debito è stato favorito dal basso livello dei tassi di interesse e si è associato a un consistente rialzo dei prezzi degli immobili. Vi hanno contribuito anche i cambiamenti normativi introdotti dal Testo unico bancario nel 1993, l'innovazione tecnologica e finanziaria e la crescente concorrenza tra gli intermediari, che hanno consentito di adattare maggiormente le condizioni di offerta alle preferenze delle famiglie.

La dinamica dei prestiti ha risentito delle operazioni di cartolarizzazione. I prestiti cartolarizzati fuoriescono dai bilanci bancari, ma continuano a finanziare l'economia. Questo fenomeno ha interessato prevalentemente i prestiti al settore delle famiglie consumatrici: nel corso del decennio, la percentuale di prestiti cartolarizzati è stata superiore al 25 per cento delle erogazioni di finanziamenti a medio e a lungo termine al settore, rispetto a circa il 7 per cento per la clientela totale. Reinserendo tra le consistenze totali dei prestiti quelli che le istituzioni creditizie hanno cartolarizzato in ciascun anno, dall'inizio di questo decennio la crescita media annua dei finanziamenti alle famiglie consumatrici risulterebbe più elevata di circa tre punti percentuali; il rapporto fra debiti finanziari e reddito disponibile aumenterebbe di oltre dieci punti, superando il 50 per cento.

Figura 14.1

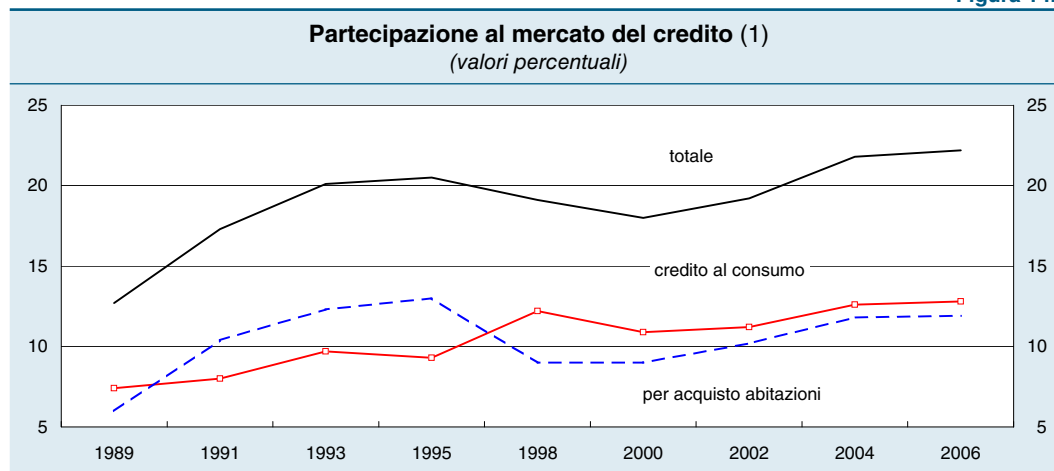


Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Il reddito disponibile lordo per il 2007 è una stima della Banca d'Italia. – (2) Scala di sinistra. Consistenze di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito, che include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale, è una stima della Banca d'Italia.

In base all'IBF, la quota di famiglie con prestiti al consumo è aumentata dal 9 al 13 per cento del totale tra il 1995 e il 2006 (fig. 14.2). Il processo di deregolamentazione e di innovazione si è quindi riflesso in un aumento della partecipazione al mercato del credito al consumo, anche grazie al maggior ricorso da parte degli intermediari a tecniche di *credit scoring*, che hanno reso più efficiente la concessione del credito.

Figura 14.2



Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Percentuali di famiglie con debito sul totale delle famiglie presenti nell'indagine. Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Per quanto riguarda i finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, che rappresentano circa il 60 per cento dei prestiti totali alle famiglie italiane, la loro crescita ha riflesso soprattutto un incremento consistente dell'importo medio del debito per le famiglie indebitate (pari al 50 per cento circa in termini reali dall'inizio del decennio), piuttosto che un'accresciuta partecipazione al mercato del credito. La percentuale di famiglie con un mutuo ha infatti seguito il ciclo del mercato immobiliare: si è ridotta nella seconda parte dello scorso decennio ed è aumentata negli ultimi anni, fino a riportarsi nel 2006 sui valori della metà degli anni novanta (fig. 14.2). L'incremento della partecipazione osservato nel decennio in corso non ha inoltre interessato le famiglie con i più bassi livelli di reddito. All'aumento dell'importo medio dei mutui hanno contribuito i fattori ricordati in precedenza, in particolare l'incremento del rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile, che nel 2006 ha raggiunto un valore medio di circa il 70 per cento; è stato inoltre possibile contrarre mutui di importi più elevati anche grazie all'allungamento della durata dei contratti, che per quelli sottoscritti nel 2006 è stata in media superiore ai venti anni.

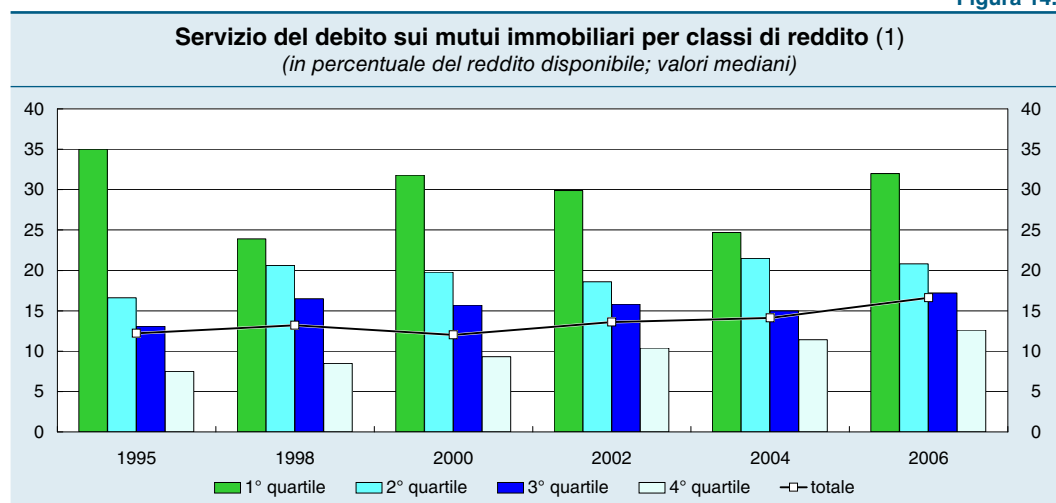
Il valore mediano del rapporto tra debito totale e reddito per le famiglie indebitate è aumentato dal 27 per cento nel 2000 al 37 nel 2006; la media dei rapporti ha superato il 95 per cento (60 nel 2000). L'incremento ha interessato tutte le classi di reddito ed è stato più elevato per le famiglie che hanno un mutuo. Nel corso del periodo si è al contempo osservato un consistente aumento della ricchezza netta in rapporto al reddito disponibile anche per le famiglie indebitate, principalmente determinato dall'aumento del valore degli immobili di proprietà. Nel complesso, il grado di indebitamento, misurato dal rapporto fra debito e attività lorde totali (finanziarie e reali), è aumentato durante la seconda parte degli anni novanta e nel decennio in corso, raggiungendo alla fine del 2006 il 10 per cento circa per la famiglia mediana, un valore non molto diverso rispetto a quello della prima parte degli anni novanta. Una dinamica simile si osserva per la media dei rapporti delle singole famiglie, che nel 2006 aveva superato il 35 per cento;

rispetto al valore mediano, questo indicatore risente maggiormente della situazione delle famiglie con un indebitamento elevato. Il peso dei debiti sulle attività totali aumenta al ridursi del reddito: per le famiglie del quartile di reddito più basso il valore mediano era superiore al 20 per cento nel 2006 (il valore medio era pari a circa l'80 per cento).

Il servizio del debito. – Nel 2007 gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) hanno raggiunto il 7,9 per cento del reddito disponibile, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente (fig. 14.1). L'aumento è per quasi la metà attribuibile alla componente degli interessi, cresciuta in seguito all'incremento del costo del credito delle operazioni di mutuo. Dall'inizio del decennio l'onere del servizio del debito è cresciuto di quasi due punti percentuali.

I dati aggregati si riferiscono tuttavia al complesso delle famiglie, con e senza debito. Utilizzando i dati dell'IBF è possibile analizzare il servizio del debito considerando esclusivamente le famiglie indebitate. Per il servizio del debito relativo ai soli mutui per la casa di residenza, l'IBF censisce le informazioni a partire dal 1995. Nel 2006 il servizio del debito su questi prestiti si collocava per la famiglia mediana al 17 per cento del reddito disponibile (12 per cento nel 1995 e nel 2000; figura 14.3). Tra il 2004 e il 2006 l'incremento più consistente ha riguardato i nuclei appartenenti al quartile di reddito più basso, per i quali la rata del mutuo ha raggiunto il 32 per cento del reddito familiare. Tale valore, benché elevato, era già stato raggiunto e superato in periodi precedenti (1995 e 2000). Per le famiglie con un reddito superiore a quello mediano il servizio del debito nel 2006 era prossimo al 15 per cento del reddito, in crescita rispetto al passato soprattutto per quelle del quartile di reddito più alto.

Figura 14.3



Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La rata si riferisce solo ai mutui per la casa di residenza e alle sole famiglie con questa tipologia di prestito. Le famiglie sono suddivise in quartili in base al reddito (ossia ordinate per reddito crescente). Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Per quanto riguarda il servizio del debito relativo al credito al consumo, l'IBF rileva le informazioni solo a partire dal 2006. Considerando per quell'anno il complesso dei debiti, la percentuale di famiglie la cui rata totale del debito era uguale o superiore al 30 per cento del reddito familiare era pari all'1,4 per cento del to-

tale delle famiglie (332.000 famiglie nel riporto all'universo); tra queste, 143.000 (0,6 per cento del totale) appartengono al quartile di reddito più basso e sono più vulnerabili a un ulteriore rialzo dell'onere del debito. Le famiglie con un'incidenza della rata del debito pari o superiore al 50 per cento del reddito sono pari a 93.000 (0,4 per cento del totale), di cui 55.000 nel quartile di reddito più basso (0,2 per cento del totale).

Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese

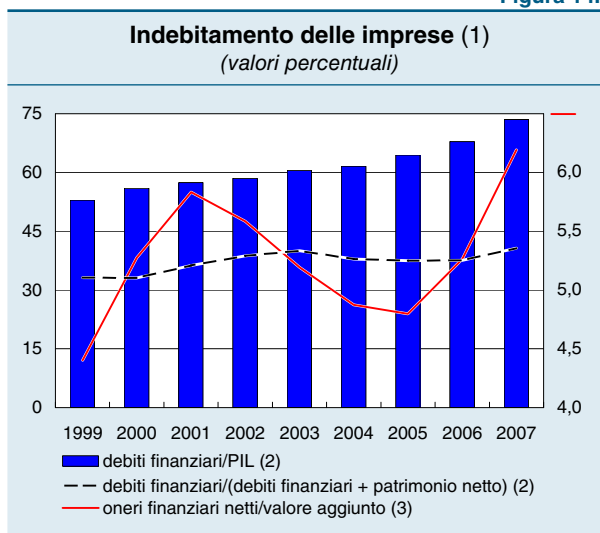
Redditività e autofinanziamento. – Nel 2007 la redditività operativa delle imprese non finanziarie è stata pari al 36 per cento del valore aggiunto, circa un punto percentuale in meno rispetto alla fase recessiva del 2001-03. Riflettendo prevalentemente l'aumento dei tassi d'interesse, gli oneri finanziari netti sono saliti al 6,2 per cento del valore aggiunto (5,2 per cento nel 2006; fig. 14.4). Dopo il forte calo registrato nel 2006, il grado di copertura degli investimenti con risorse interne è rimasto sostanzialmente stabile, al 45 per cento, valore tra i più bassi dell'ultimo decennio (fig. 14.5). Il fabbisogno finanziario è aumentato a 54 miliardi (tav. 14.5), anche in conseguenza della diminuzione dei trasferimenti in conto capitale delle Amministrazioni pubbliche, particolarmente elevati nel 2006 per l'accollo da parte dello Stato dei debiti connessi al finanziamento dell'Alta Velocità.

In rapporto al PIL il fabbisogno finanziario è stato pari al 3,5 per cento. Nella media del periodo 1995-2006 tale rapporto era del 2,5 per cento, valore più elevato di 1,2 punti percentuali rispetto a quello dell'area dell'euro; a partire dal 2004 il differenziale è andato riducendosi, fino ad annullarsi nel 2006.

I risultati dell'Indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con 20 addetti e oltre indicano che nel 2007 la percentuale di imprese in utile è rimasta sostanzialmente stabile al 67 per cento. La quota di quelle che hanno registrato perdite è lievemente calata.

L'indebitamento e le condizioni finanziarie delle imprese. – I debiti finanziari delle imprese sono aumentati in misura rilevante, di 128 miliardi (86 nel 2006). In rapporto al PIL la loro consistenza è cresciuta al 74 per cento (68 per cento nel 2006), valore elevato rispetto a quello osservato nell'ultimo decennio, ma infe-

Figura 14.4



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti sono stime della Banca d'Italia. Il valore aggiunto per il 2007 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

riore a quello dell'area dell'euro (83 per cento alla fine del 2006; tav. 14.6). Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, ha ripreso a crescere dopo tre anni di sostanziale stabilità, raggiungendo il 41 per cento (fig. 14.4).

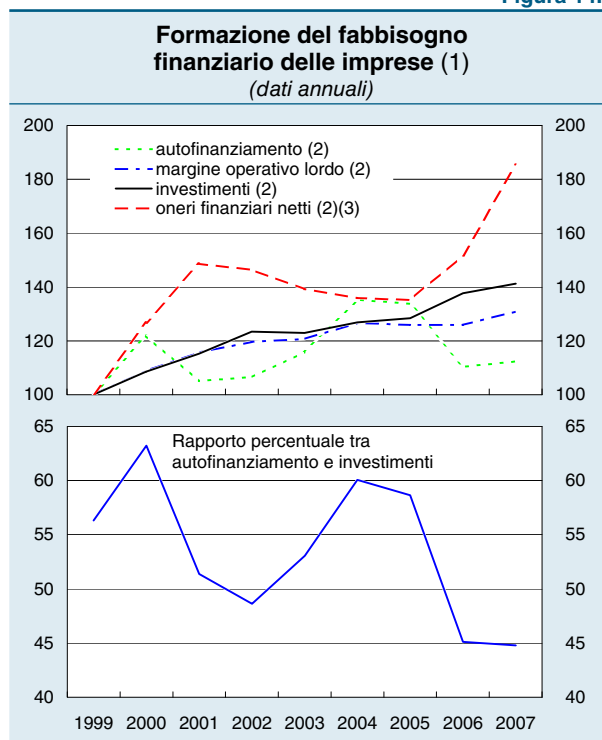
Nel periodo 1997-2006 il differenziale tra l'area dell'euro e l'Italia relativo al rapporto tra debiti finanziari delle imprese e PIL si è leggermente ampliato. Nel 2006 tale rapporto risultava per l'Italia inferiore rispetto a quello di Regno Unito, Giappone e Canada (rispettivamente 120, 93 e 75 per cento) e in linea con quello degli Stati Uniti. Nello stesso anno il leverage delle imprese italiane era pari al 38 per cento, valore più elevato di quello medio dei paesi dell'area dell'euro (36 per cento), degli Stati Uniti (32 per cento) e del Giappone (36 per cento), inferiore a quello del Regno Unito (43 per cento).

Nel 2007 la crescita dei prestiti è stata intensa, in particolare nella componente a medio e a lungo termine. La capacità di raccolta sul mercato obbligazionario non sembra aver risentito della crisi finanziaria della scorsa estate: le emissioni nette di titoli a medio e a lungo termine sono ammontate a 4 miliardi nel secondo semestre e a quasi 10 nel complesso dell'anno (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). Nel confronto con gli altri paesi industriali il ricorso delle imprese italiane al mercato obbligazionario rimane, tuttavia, contenuto.

Anche per le grandi imprese si è registrato un aumento del grado di indebitamento. Sulla base dei bilanci consolidati dei principali gruppi industriali, nel 2007 il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio al valore nominale, è cresciuto in media di oltre sei punti percentuali, principalmente per effetto dei finanziamenti raccolti dall'Enel per l'acquisizione della società spagnola Endesa.

In base ai dati sui bilanci individuali disponibili nella Centrale dei bilanci fino al 2006, l'incidenza dei debiti finanziari sul valore aggiunto risultava particolarmente alta tra le piccole imprese e nei settori delle costruzioni e dei servizi, più contenuta per le imprese manifatturiere. Il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse generate all'interno delle imprese era più elevato per le società di grandi dimensioni e per quelle del settore dell'energia; era particolarmente esiguo per le imprese di costruzioni.

Figura 14.5



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1999-2006. I dati del 2007 sono stimati sulla base della contabilità annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Indici: 1999=100. – (3) Gli oneri finanziari netti sono stime della Banca d'Italia.

Tavola 14.5

Tavola 13.

Attività e passività finanziarie delle imprese (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2007	Composizione percentuale		2006	2007
		dic. 2006	dic. 2007		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	1.210.131	73,8	69,7	29.954	-7.743
Biglietti e depositi a vista	178.460	10,3	10,3	17.043	-14.060
Altri depositi	11.771	0,6	0,7	-442	1.533
Titoli a breve termine	365	0,0	0,0	307	-22
Titoli a medio e a lungo termine	57.489	2,7	3,3	4.937	15.601
di cui: pubblici	33.485	0,6	1,9	2.404	22.538
di cui: imprese	11.327	1,3	0,7	1.488	-6.533
Azioni e partecipazioni	607.133	38,4	35,0	1.393	-12.420
Quote di fondi comuni	2.595	0,2	0,1	-425	-434
Crediti commerciali	293.544	18,0	16,9	2.037	-731
Altre attività finanziarie (2)	58.774	3,5	3,4	5.104	2.790
Attività sull'estero	524.981	26,2	30,3	60.099	94.909
di cui: depositi	50.943	2,6	2,9	18.322	9.363
crediti commerciali	58.289	3,6	3,4	-577	-352
crediti finanziari a breve termine	148.222	6,7	8,5	32.874	40.727
titoli	27.361	1,3	1,6	1.345	6.218
azioni e partecipazioni	226.630	11,2	13,1	8.620	38.760
Totale attività	1.735.112	100,0	100,0	90.052	87.166
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	2.944.584	89,8	89,9	104.650	122.258
Debiti a breve termine (3)	399.268	11,4	12,2	30.536	39.780
di cui: bancari	348.470	10,0	10,6	30.462	34.004
Debiti a medio e a lungo termine (4)	560.850	15,6	17,1	43.467	70.046
di cui: bancari	466.014	12,9	14,2	52.640	60.918
Titoli	53.979	1,7	1,6	4.612	4.750
di cui: a medio e a lungo termine	45.773	1,2	1,4	2.960	9.845
Azioni e partecipazioni	1.465.285	47,2	44,7	15.384	8.849
Debiti commerciali	299.535	9,5	9,1	2.078	-746
Altre passività finanziarie (5)	165.667	4,5	5,1	8.573	-422
Passività sull'estero	331.876	10,2	10,1	21.468	18.519
di cui: debiti commerciali	29.038	0,9	0,9	1.155	-874
debiti finanziari	115.212	3,2	3,5	7.876	13.672
di cui: titoli a medio e a lungo termine	14.208	0,5	0,4	468	0
azioni e partecipazioni	183.145	5,9	5,6	14.162	6.289
Totale passività	3.276.460	100,0	100,0	126.118	140.777
SALDO	-1.541.348			-36.066	-53.611

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Tavola 14.6

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)							
PAESI E ANNI	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	Attività finanziarie	
Quote percentuali sul totale				In rapporto al PIL			
Francia							
1996	6,2	26,0	48,9	18,9	2,14	0,69	1,46
2000	5,0	17,9	65,3	11,8	3,55	0,81	2,50
2006	5,2	19,2	64,8	10,8	3,86	0,94	2,68
Germania							
1996	2,2	37,9	44,9	15,0	1,26	0,51	0,75
2000	1,4	34,3	50,6	13,6	1,79	0,64	1,13
2006	2,8	33,1	49,2	14,9	1,73	0,62	1,06
Italia							
1996	1,5	36,1	42,4	19,9	1,36	0,51	0,62
2000	1,0	27,4	57,3	14,2	1,98	0,56	1,00
2006	2,2	29,8	53,0	15,0	2,13	0,68	1,10
Spagna							
1996	2,5	23,3	48,4	25,7	1,74	0,45	0,99
2000	0,9	27,3	50,8	21,0	2,70	0,76	1,75
2006	0,4	32,5	50,6	16,4	3,66	1,21	2,31
Area dell'euro (4)							
1996	3,4	32,9	46,3	17,4	1,56	0,57	0,92
2000	2,9	26,8	57,6	12,7	2,37	0,70	1,47
2006	3,3	28,4	55,7	12,7	2,61	0,83	1,66
Regno Unito							
1996	6,0	22,6	63,8	7,6	2,19	0,63	0,77
2000	7,8	21,2	66,0	4,9	2,97	0,86	1,26
2006	10,0	31,3	54,5	4,2	2,91	1,20	1,33
Stati Uniti (5)							
1996	9,2	13,4	58,5	18,9	2,48	0,56	0,79
2000	9,0	12,8	58,2	19,9	3,04	0,66	1,15
2006	10,1	15,9	54,4	19,6	2,63	0,68	1,15
Giappone							
1996	10,2	40,9	28,0	20,9	2,85	1,46	1,52
2000	9,4	36,6	33,8	20,2	2,69	1,24	1,51
2006	5,5	23,7	51,6	19,2	3,19	0,93	2,06
Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, <i>United Kingdom National Accounts, (The Blue Book)</i> per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, <i>Flow of Funds Accounts of the United States</i> per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro. (1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i> . – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione.– (4) Il dato del 1996 si riferisce all'area composta da 12 paesi. – (5) Dati riferiti al settore <i>Nonfinancial Business</i> .							

Alcuni indicatori delle condizioni finanziarie delle imprese hanno mostrato nel 2006 segnali di peggioramento rispetto all'anno precedente. Si è ridotto il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse interne ed è calata la liquidità, misurata dal rapporto tra attività e passività correnti. In presenza di una sostanziale stabilità del valore medio del leverage (50 per cento), il grado di indebitamento è cresciuto per le imprese piccole e per quelle caratterizzate da un livello contenuto degli utili, aziende che possono aver incontrato maggiori difficoltà a fronte di aumenti del costo dei finanziamenti esterni. È invece leggermente calato il leverage delle imprese appartenenti al 25 per cento del campione caratterizzato da valori meno favorevoli dell'indicatore: per queste aziende esso è stato pari al 90 per cento, un punto percentuale in meno rispetto al 2005. Nel complesso, il peso in termini di fatturato delle imprese finanziariamente meno solide si è mantenuto nel 2006 inferiore a quanto rilevato in media nel periodo 1990-2005. In base ai dati di Centrale dei rischi, nel 2007 la quota di credito concessa a queste imprese è diminuita.

Fusioni e acquisizioni e leveraged buy-out. – Nel 2007 l'attività sul mercato del controllo societario è stata intensa: secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le operazioni principali, le imprese italiane hanno annunciato 634 operazioni di concentrazione per un valore di 114 miliardi, di cui circa 30 connessi all'acquisizione di Endesa da parte di Enel. Considerando solo le fusioni e le acquisizioni di interessi di maggioranza, le operazioni sono state 233 per un valore di 67 miliardi. Nel 2007 sono state annunciate 238 operazioni di acquisizione di società non finanziarie italiane, quasi tutte di piccole dimensioni, da parte di controparti estere.

Tra il 2001 e il 2007 il volume delle operazioni di leveraged buy-out (LBO) che hanno interessato imprese non finanziarie italiane ha raggiunto un massimo di 16 miliardi di euro nel 2005, per poi calare a 2 nel 2007; considerando il numero delle operazioni di concentrazione, la quota di quelle di LBO è cresciuta tra il 2001 e il 2007 da circa il 2 al 9 per cento.

Nel 2007 il processo di concentrazione tra imprese è rimasto intenso anche a livello internazionale. Il valore complessivo delle fusioni e acquisizioni è cresciuto a 3.000 miliardi di euro (2.700 nel 2006). In rapporto al totale delle operazioni di fusione e acquisizione, il valore dei LBO era cresciuto da circa il 2 per cento nel 2000 al 19 nel 2006; nel 2007 la quota è scesa al 14 per cento circa. La flessione si è concentrata nel secondo semestre, col manifestarsi delle tensioni sui mercati finanziari.

Il grado di indebitamento è di solito molto elevato per le imprese oggetto di LBO. Secondo stime recenti relative a un campione di imprese europee e statunitensi, l'operazione di acquisizione sarebbe coperta per circa due terzi dal debito, la parte restante venendo finanziata mediante capitale di rischio. Una misura del grado di leva finanziaria che caratterizza queste operazioni è il rapporto tra debiti totali e redditi aziendali: tra il 2000 e il 2007 sia negli Stati Uniti sia in Europa esso è cresciuto da poco più di 4 a circa 6 volte. Nell'attuale fase di turbolenza dei mercati finanziari l'elevato indebitamento accresce il grado di fragilità finanziaria di queste aziende.

La raccolta di capitale di rischio e il private equity. – Nel 2007 l'incremento del patrimonio delle imprese è stato pari a circa 15 miliardi (tav. 14.5), di cui 2 ascrivibili a emissioni di titoli quotati in borsa. L'importo complessivo dei collocamenti azionari da parte di società quotate si è dimezzato rispetto al 2006.

Una diffusa presenza di operatori di private equity, intermediari specializzati nell'investimento in capitale di rischio, può agevolare l'accesso delle imprese al mercato dei

capitali. Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2007 gli investimenti e la raccolta delle società di private equity e di venture capital in Italia sono cresciuti, rispettivamente, a 4,2 e 3,0 miliardi di euro. Gli investimenti di elevato ammontare, superiori a 150 milioni di euro, hanno rappresentato oltre la metà di quelli complessivi, in crescita rispetto al triennio precedente. Quasi l'80 per cento degli investimenti ha riguardato operazioni di buy-out, volte al riassetto della proprietà dell'azienda. Il valore delle operazioni di espansione, finalizzate al consolidamento della crescita aziendale, pur in calo rispetto all'anno precedente, ha rappresentato circa il 19 per cento del totale investito, mentre gli investimenti in imprese nelle fasi iniziali di sviluppo sono stati pari a circa l'1 per cento, in crescita però, come numero di interventi, rispetto al dato medio del 2002-06. In tale quinquennio gli investimenti di private equity erano stati pari, in media, allo 0,2 per cento del PIL in Italia e allo 0,4 in Europa. Il divario era soprattutto ascrivibile alle operazioni nei confronti di imprese da poco avviate.

La possibilità per l'intermediario di private equity di esercitare un intenso controllo sulla vita aziendale consente di superare i problemi legati alle asimmetrie informative tra imprenditore e finanziatore e di accrescere gli incentivi del management all'aumento del valore dell'impresa. Le principali caratteristiche di questi contratti di finanziamento sono state individuate nello staging dell'investimento (con erogazione del finanziamento in stadi successivi, condizionati al raggiungimento di determinati obiettivi aziendali); nell'utilizzo di titoli che proteggono l'intermediario in caso di andamento insoddisfacente del progetto (strumenti ibridi capitale-debito); nella possibilità di nomina, da parte dell'intermediario, di membri nel consiglio di amministrazione; nella presenza di diritti di veto sulle decisioni del management.

In Italia la riforma del diritto societario del 2003 potrebbe favorire lo sviluppo di questa forma di finanziamento: la maggiore autonomia statutaria facilita l'attribuzione di incisivi poteri di monitoraggio e di governo sull'impresa finanziata e consente l'uso di strumenti finanziari ibridi. Le modifiche apportate a partire dal 1998 alla regolamentazione dei fondi chiusi italiani ne hanno potenziato la capacità di operare nel private equity. Nonostante tali progressi, rimangono taluni importanti fattori di freno allo sviluppo di questa forma di intermediazione nel nostro paese. In generale, questi sono stati individuati, dalla letteratura teorica ed empirica, nella limitata presenza di investitori istituzionali quali i fondi pensione, che rappresentano una stabile fonte di raccolta per questi intermediari; nello scarso sviluppo del mercato azionario, che limita la possibilità di valorizzare l'azienda finanziata mediante la quotazione; nelle rare interazioni tra centri di ricerca pubblici e finanza; nell'adozione di misure fiscali che possono scoraggiare l'investimento nel capitale di rischio delle imprese.

Al fine di raccogliere indicazioni sulle modalità con cui si svolge il rapporto tra intermediario di private equity e imprenditore, la Banca d'Italia, in collaborazione con l'Aifi, ha effettuato una serie di interviste a imprese oggetto di investimenti di venture capital o private equity e ad alcuni intermediari, censendo in particolare un campione di 40 operazioni. Analogamente a quanto osservato negli Stati Uniti, nel caso di finanziamenti in imprese da poco avviate emerge un diffuso utilizzo di meccanismi di *staging*; sono, inoltre, utilizzate clausole che limitano le attività consentite all'imprenditore e attribuiti all'intermediario diritti di veto. Rispetto agli Stati Uniti sono invece meno diffusi strumenti di capitale ibridi e la quota acquisita dagli intermediari risulta inferiore (attorno al 30 per cento). Gli intermediari di private equity, come suggerito da evidenze relative a Stati Uniti ed Europa, spesso forniscono all'imprenditore consulenza su diversi aspetti della gestione. I risultati delle interviste mostrano un grado di attivismo relativamente contenuto in relazione agli aspetti che riguardano lo sviluppo del prodotto, importanti nelle prime fasi di vita dell'azienda. È, invece, maggiore il contributo fornito per aspetti di natura finanziaria e per l'internazionalizzazione delle imprese, sia attraverso acquisizioni, sia mediante accordi di collaborazione con imprese straniere. Vi sono, infine, indicazioni secondo cui il private equity segnalerebbe ad altri finanziatori esterni la qualità dei progetti.

Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche. – Negli ultimi anni le Amministrazioni pubbliche hanno fatto un crescente ricorso a schemi che prevedono la partecipazione del capitale privato al finanziamento di opere infrastrutturali (il partenariato pubblico-privato, la cui forma più utilizzata è il project financing). Tali contratti prevedono che la spesa relativa alla costruzione delle opere venga in tutto o in parte sostenuta da imprese private, che ricorrono a fondi propri o a debiti a medio e a lungo termine; il rimborso e la remunerazione del capitale investito sono legati ai ricavi della gestione delle opere medesime per un periodo pluriennale. In base ai dati dell'Osservatorio nazionale del project financing, tra il 2002 e il 2007 il numero delle gare svoltesi in Italia è cresciuto da 186 a 362, il loro valore complessivo da 1,3 a 5,2 miliardi. L'importo medio delle operazioni è piuttosto limitato (nel 2007 circa 18 milioni di euro), lo strumento essendo spesso adoperato per opere di ridotta dimensione e prive di complesse interazioni tra costruzione e successiva gestione (quali scuole, cimiteri e parcheggi). Il principale settore interessato è quello dei trasporti, dove si concentrano le operazioni di importo medio più elevato.

Secondo la rilevazione di Finlombarda, tra le diverse attività svolte dagli intermediari finanziari coinvolti in operazioni di project financing quelle prevalenti risultano la strutturazione e sottoscrizione dei finanziamenti (arranger), la consulenza finanziaria (advisor), la valutazione dei piani economico-finanziari (asseveratore). Poco frequente risulterebbe il ricorso a schemi finanziari alternativi ai prestiti, come le emissioni obbligazionarie, la fornitura di garanzie o di forme di assicurazione, la sottoscrizione di capitale di rischio delle società di progetto (*special purpose vehicle*) da parte di fondi di private equity. A fine 2006 operavano nel mercato italiano del project financing 49 intermediari, di cui 39 istituti di credito (30 italiani e 9 esteri).

Le attività finanziarie. – Nel 2007 le imprese italiane hanno ceduto attività finanziarie sull'interno per circa 8 miliardi (tav. 14.5). Particolarmente rilevante è risultata la diminuzione del circolante e dei depositi a vista sull'interno (-14 miliardi), in presenza dell'aumento del differenziale tra i rendimenti delle attività a più lungo termine e dei conti correnti. A fine anno la quota delle attività liquide (circolante e depositi) sul totale delle attività finanziarie detenute dalle imprese era pari al 14 per cento, sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima. Le attività finanziarie sull'estero sono aumentate nel 2007 di 95 miliardi, per una parte consistente in seguito all'acquisizione di partecipazioni.

15. I MERCATI FINANZIARI

I mercati finanziari italiani, caratterizzati fino allo scorso luglio da condizioni distese, hanno risentito nella restante parte del 2007 delle tensioni mondiali innescate dal mercato dei mutui ipotecari *subprime* statunitensi (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*); le condizioni dei mercati sono ulteriormente peggiorate nel primo trimestre del 2008 e hanno mostrato segni di miglioramento tra aprile e maggio.

Nell'anno i corsi azionari delle società italiane sono diminuiti, risentendo soprattutto di una crescita degli utili inferiore alle attese. I titoli del comparto bancario hanno riflesso le turbolenze sui mercati internazionali, in linea con quanto osservato negli altri paesi dell'area.

I tassi di interesse dei titoli di Stato italiani a lungo termine sono aumentati di mezzo punto percentuale. Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco si è ampliato in misura significativa in seguito a una generalizzata ricomposizione dei portafogli verso attività ritenute meno rischiose.

La maggiore incertezza, unita al ridimensionamento delle prospettive di crescita dell'economia italiana, si è riflessa dall'estate in un incremento di mezzo punto percentuale del differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie italiane e i titoli di Stato, in linea con l'aumento registrato da analoghi titoli degli altri paesi dell'area. Sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni di imprese italiane in tutti i comparti nonostante un marcato rallentamento nel terzo trimestre; sono rimaste nulle le emissioni delle imprese di piccola e media dimensione, molto contenute quelle delle imprese con basso merito di credito o prive di rating.

I titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2007 le emissioni nette di titoli pubblici italiani si sono fortemente ridotte, a 26 miliardi di euro (38 nel 2006), grazie al calo del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). La consistenza in rapporto al PIL alla fine dell'anno è scesa di oltre un punto percentuale, all'85,9 per cento.

La vita media residua dei titoli di Stato è salita lievemente, a 6 anni e 8 mesi; la durata finanziaria media è invece scesa di un mese, a 4 anni e 7 mesi, a causa del rialzo dei tassi di interesse su tutte le scadenze. A fronte di rimborsi netti di CTZ e di Prestiti della Repubblica, sono state nulle le emissioni nette di CCT e positive quelle di BOT e di BTP. Le emissioni di questi ultimi sono calate da 47 a 29 miliardi; per la prima volta dalla loro introduzione, sono stati effettuati rimborsi netti di BTP decennali, per 3 miliardi. Sono invece cresciute le emissioni nette di BTP trentennali

e di BTP indicizzati ai prezzi al consumo nell'area dell'euro (rispettivamente, da 8 a 10 e da 12 a 16 miliardi).

Le Amministrazioni locali italiane hanno pressoché azzerato le emissioni nette di titoli (contro i 7 miliardi nel 2006), grazie alla forte riduzione del loro fabbisogno complessivo. La consistenza di fine anno di questi titoli si è mantenuta a 35 miliardi, pari al 2,7 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

Con riferimento alle nuove emissioni delle Amministrazioni locali, la quota delle Regioni è scesa dal 75,4 al 53,6 per cento, quelle di Province e Comuni sono salite, rispettivamente, dal 6,8 al 23,8 e dal 17,7 al 21,9 per cento. I titoli a tasso variabile hanno rappresentato il 43,2 per cento dei nuovi collocamenti (48,0 nel 2006). La vita media dei nuovi titoli è pari a 21 anni e 2 mesi, in lieve calo rispetto all'anno precedente (21 anni e 11 mesi).

Una recente indagine condotta dal Ministero dell'Economia e delle finanze sui bilanci degli enti territoriali ha evidenziato che questi ultimi utilizzano diffusamente gli strumenti derivati (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica); alla fine del 2007 vi avevano fatto ricorso 559 enti, tra cui 18 Regioni, 44 Province e 50 Comuni capoluogo di regione, per un valore nozionale complessivo pari a oltre 35 miliardi di euro. Tale ammontare non tiene conto né di eventuali ammortamenti in corso né di duplicazioni derivanti dalla rinegoziazione di precedenti operazioni.

Le famiglie e le imprese italiane nel complesso hanno effettuato ingenti acquisti netti di BTP e di BOT e vendite nette di CTZ. Le banche hanno investito in titoli a medio e a lungo termine, mentre hanno ceduto titoli a breve. I fondi comuni, interessati da cospicui deflussi netti di risparmio, hanno realizzato forti vendite nette di CCT e di BTP e sono tornati ad acquistare BOT e CTZ. Il saldo delle transazioni in titoli di Stato italiani da parte degli operatori esteri è stato lievemente negativo, per effetto di forti disinvestimenti in BTP. Alla fine dell'anno la quota di titoli detenuta all'estero era pari al 50,9 per cento del totale, all'incirca due punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente.

I tassi di interesse. – Nei primi sei mesi del 2007 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine sono aumentati, in linea con la tendenza rilevata nell'area dell'euro, sospinti da un favorevole andamento della congiuntura e da attese di incrementi dei tassi di interesse ufficiali (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Nel secondo semestre i rendimenti sono scesi, come riflesso della riallocazione di portafoglio innescata dalle tensioni finanziarie internazionali e dal deterioramento del quadro macroeconomico; alla fine dell'anno il rendimento del titolo benchmark decennale si collocava al 4,6 per cento, mezzo punto percentuale al di sopra di un anno prima (fig. 15.1). Il tasso di interesse reale, desunto dal titolo decennale indicizzato ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, è salito di 0,3 punti percentuali, al 2,3 per cento. Nel primo quadrimestre del 2008 i tassi di interesse sui titoli di Stato sono lievemente diminuiti.

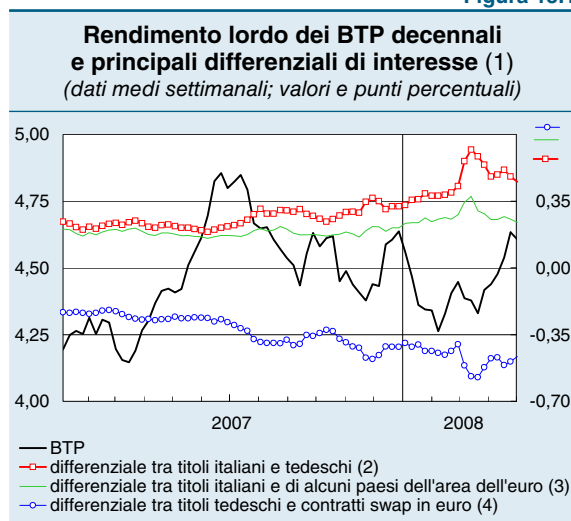
Tra l'estate del 2007 e la fine dell'anno il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è ampliato di 12 centesimi di punto percentuale, attestandosi a 35 centesimi a fine dicembre (fig. 15.1). Il differenziale si è ulteriormente allargato nei primi mesi del 2008 fino a raggiungere a marzo un picco di 65 centesimi di punto percentuale; esso è in seguito ridisceso e alla metà di maggio si collocava a 42 centesimi. Un andamento simile è stato registra-

to dai premi sui *credit default swaps* (CDS) sui titoli di Stato italiani, che forniscono un segnale circa la probabilità assegnata dagli operatori all'insolvenza dell'emittente.

Tra l'inizio dello scorso agosto e la fine di aprile 2008 le tensioni sui mercati finanziari e il connesso aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno provocato una ricomposizione dei portafogli verso i titoli di Stato più liquidi e con merito di credito maggiore, come il Bund tedesco, determinando un ampliamento dei differenziali di rendimento tra tali attività e quelle relativamente meno liquide o con merito di credito inferiore, come i titoli di Stato italiani e quelli degli altri paesi dell'area (cfr. Bollettino economico, n. 52, 2008, p. 38). In questo arco temporale i differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato di Italia, Spagna, Grecia e Portogallo, da un lato, e il rendimento del Bund tedesco, dall'altro, hanno registrato rialzi di entità simile. Tale fenomeno riflette un generalizzato incremento, a livello globale, del premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori; questi ultimi avrebbero effettuato una ricomposizione dei portafogli verso i titoli di Stato tedeschi che, grazie anche all'esistenza di un mercato dei contratti futures, sono anche caratterizzati da un maggior grado di liquidità.

La volatilità implicita dei tassi a lungo termine, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, ha riflesso le tensioni sui mercati finanziari; dalla scorsa estate essa è salita rapidamente, toccando nel gennaio 2008 i valori elevati registrati nel 2003 (fig. 15.2).

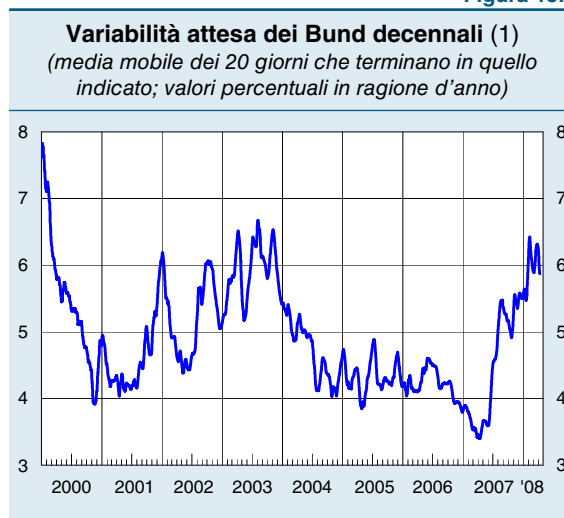
Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund. Scala di destra – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato di tre paesi dell'area dell'euro che nel 2006 hanno registrato un avanzo di bilancio (Finlandia, Paesi Bassi e Spagna). Scala di destra – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro. Scala di destra.

Figura 15.2



Fonte: Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2007 l'attività di collocamento ha avuto un andamento sostenuto nonostante un marcato rallentamento nel terzo trimestre, in concomitanza con le fasi iniziali delle turbolenze finanziarie internazionali; nel complesso dell'anno le emissioni nette di obbligazioni delle società italiane sono salite a 90 miliardi (77 nel 2006; tav. 15.1). Nel quarto trimestre hanno segnato un forte recupero le emissioni nette delle banche e delle altre società finanziarie e sono riprese anche quelle delle socie-

tà non finanziarie, soprattutto per effetto dei collocamenti di Enel, impegnata nell'acquisizione della società elettrica spagnola Endesa. Non ci sono stati invece collocamenti da parte di piccole e medie imprese.

Tavola 15.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) <i>(valori nominali; milioni di euro)</i>							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2007
Banche	41.502	60.371	63.904	484.370	544.742	617.849	40
Altre società finanziarie	27.951	13.156	15.985	154.531	167.666	174.238	11
Società non finanziarie	777	3.455	9.709	46.134	49.609	58.839	4
Totale	70.230	76.982	89.598	685.035	762.017	850.926	55
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	48.869	71.382	67.848	440.403	509.090	571.867	37

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non 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) Dati di fonte BRI. La nazionalità è quella della società capogruppo e non quella della società emittente. Sono incluse anche le Medium Term Note con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

Le turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari dall'estate del 2007 hanno fortemente penalizzato le emissioni lorde di obbligazioni ad alto rischio (high yield) da parte di società non finanziarie residenti nell'area dell'euro; queste, concentrate nella prima parte dell'anno, non hanno superato i 7 miliardi di euro, contro i 21 del 2006 (nello stesso periodo i collocamenti di titoli con elevato merito di credito sono passati da 168 a 111 miliardi). Nel 2007 l'unica emissione italiana di titoli con rating high yield è stata effettuata in giugno da Fiat, per un importo pari a 1 miliardo. Sul mercato statunitense le emissioni nette di obbligazioni ad alto rischio si sono pressoché annullate nella seconda metà dell'anno. Secondo Moody's il tasso di insolvenza degli emittenti high yield a livello globale salirebbe nel corso del 2008 dallo 0,9 al 5,4 per cento.

Dall'agosto del 2007 le turbolenze finanziarie internazionali hanno innescato un aumento generalizzato dei premi per il rischio, in particolare quelli sui titoli garantiti da attività patrimoniali, che si è riflesso in un forte rallentamento dei collocamenti di questa tipologia di strumenti nel terzo trimestre (cfr. il capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*). Nel complesso dell'anno le emissioni nette di obbligazioni da parte di società italiane a fronte di operazioni di cartolarizzazione sono rimaste invariate, a 37 miliardi, concentrandosi tuttavia nella prima parte dell'anno. Tra di esse, la quota più elevata ha riguardato cessioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS) da parte delle banche, mentre sono rimasti molto contenuti i collocamenti di titoli da parte di enti del settore pubblico e quelli di CDO (*collateralized debt obligation*, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o CDS). Non ci sono state emissioni di *covered bonds* (titoli garantiti da attività che tipicamente rimangono nel bilancio del prestatore di fondi) nonostante il completamento, nel maggio 2007, dell'iter normativo di attuazione della legge 14 maggio 2005, n. 80, che permette anche alle banche italiane con adeguati requisiti patrimoniali di emettere questa tipologia di titoli.

Sulla base dei dati forniti da European Securitisation Forum e da Dealogic, nel 2007 in Europa le emissioni lorde di titoli garantiti da attività patrimoniali (cartolarizzazioni e covered bonds) sono lievemente calate rispetto al massimo storico dell'anno precedente; le operazioni di cartolarizzazione sono salite, da 481 a 497 miliardi di euro, mentre si sono ridotti i collocamenti di covered bonds, da 206 a 178 miliardi. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni europee è diminuita dall'8 al 7 per cento. Nella seconda parte dell'anno le turbolenze finanziarie hanno influito molto negativamente sui collocamenti in Europa di cartolarizzazioni di mutui commerciali (commercial mortgage-backed securities, CMBS) e su quelli di CDO; in entrambi i casi i volumi si sono dimezzati rispetto al primo semestre. Sono rimaste invece sostenute le emissioni di cartolarizzazioni di mutui residenziali (RMBS). La forte contrazione del mercato europeo dei CDO, coincisa con ripetute revisioni al ribasso del merito di credito di questi strumenti da parte delle principali agenzie di rating, è in linea con quella osservata sul mercato internazionale nel suo complesso; secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association relativi all'intero mercato globale, nel corso del 2007 le emissioni lorde di CDO hanno registrato una progressiva contrazione, passando dal massimo storico di 360 miliardi di dollari toccato nella prima parte dell'anno a 140 miliardi nella seconda metà; nel primo trimestre del 2008 le emissioni lorde sono state pari a soli 12 miliardi di dollari.

Nonostante le turbolenze finanziarie iniziate nell'estate del 2007, in Italia i collocamenti di carta commerciale sono raddoppiati a 83 miliardi di euro, principalmente per impulso dei gruppi bancari Unicredit e Intesa Sanpaolo e delle società Enel e ENI. La raccolta delle banche è stata più sostenuta nella seconda parte dell'anno, sospinta dagli accresciuti costi della raccolta a più lungo termine e dal protrarsi delle tensioni sul mercato interbancario.

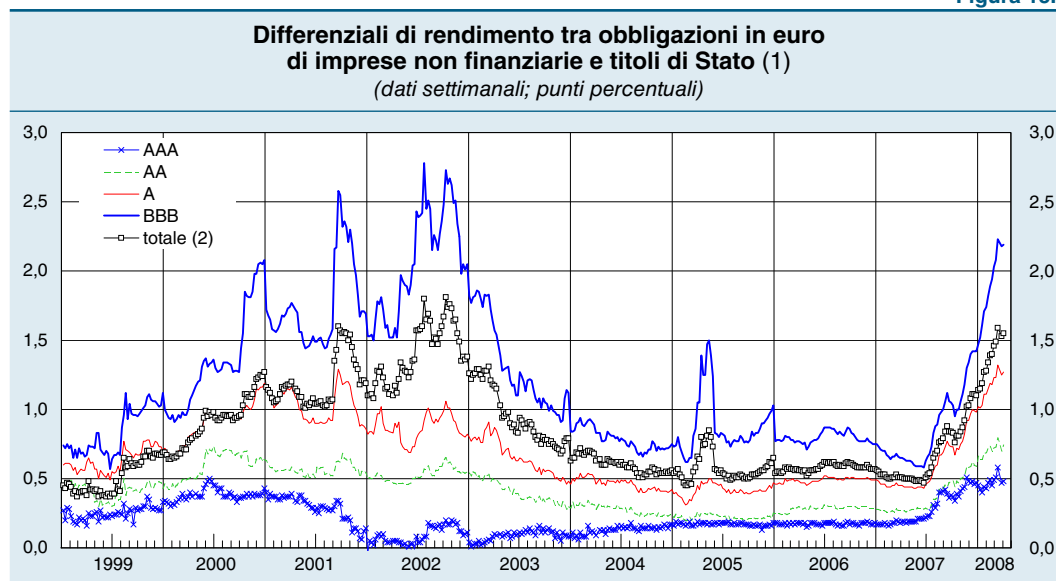
Secondo i dati di Dealogic, dopo la forte espansione registrata l'anno precedente, nel 2007 le tensioni sui mercati finanziari hanno indotto gli emittenti di carta commerciale residenti nell'area dell'euro a effettuare rimborsi netti per 170 miliardi di euro (contro emissioni nette per 360 miliardi nel 2006); alla fine dell'anno le consistenze erano calate a 424 miliardi, riconducibili prevalentemente a banche e, in misura minore, a società non finanziarie e ad Amministrazioni pubbliche. Nel confronto internazionale, il mercato dell'area dell'euro è di dimensioni assai inferiori a quelle del mercato interno statunitense, nel quale alla fine dello scorso anno le consistenze si commisuravano a 1.300 miliardi di euro. Nei primi mesi del 2008 il mercato dell'area dell'euro ha continuato a risentire delle tensioni sui mercati finanziari: alla fine di aprile le consistenze erano ulteriormente scese, a 377 miliardi.

I rendimenti. – Nel complesso del 2007 il costo della raccolta obbligazionaria denominata in euro sui mercati internazionali per le società non finanziarie con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o a Baa3), sia italiane sia estere, è aumentato di un punto percentuale, al 5,3 per cento. L'aumento è dovuto, oltre che al generale incremento dei rendimenti privi di rischio, all'ampliamento (da 0,6 a 1,1 punti percentuali) degli spread nei confronti dei corrispondenti titoli di Stato, verificatosi nella seconda metà dell'anno come riflesso delle tensioni sui mercati del credito e del deterioramento del quadro macroeconomico; l'incremento del premio richiesto dagli investitori è stato assai marcato per i titoli high yield (fig. 15.3). Nel primo quadrimestre di quest'anno gli spread dei titoli con elevato merito di credito sono ulteriormente saliti di mezzo punto percentuale.

Gli spread dei titoli delle società non finanziarie italiane sono rimasti in linea con quelli dei titoli con analoghe caratteristiche di imprese di altri paesi dell'area; i premi sui CDS sulle principali società non finanziarie italiane hanno avuto un simile andamento. Le obbligazioni del gruppo Fiat hanno continuato a registrare per tutto il 2007 differenziali di rendimento assai inferiori a quelli di altri titoli high yield; nell'aprile 2008 un'agenzia di rating ha innalzato il merito di credito della società al livello BBB-, il primo della classe con elevato merito di credito. Nei primi mesi del 2008 sono saliti in misura notevole i premi sui CDS e gli spread sui titoli emessi da Telecom Italia;

questi ultimi sono stati declassati da un'agenzia di rating a causa dell'incertezza sulle prospettive finanziarie e reddituali dell'emittente.

Figura 15.3



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).

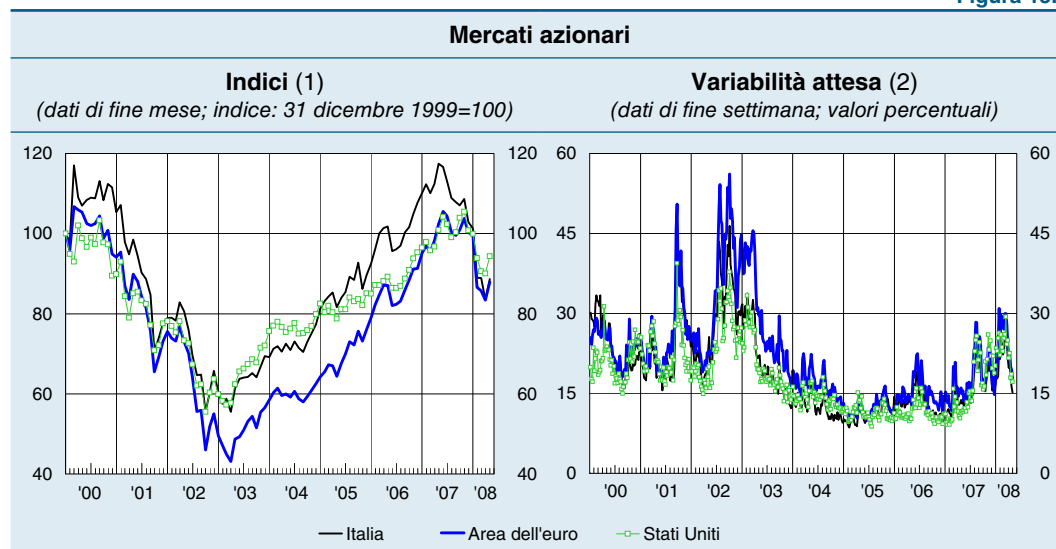
I premi sui CDS sulle principali banche italiane sono rimasti invariati nella prima metà del 2007, per poi aumentare di circa 0,3 punti percentuali nella restante parte dell'anno, in linea con l'analogo incremento registrato nel resto dell'area dell'euro. Nel primo quadrimestre del 2008 i premi sui CDS sulle banche italiane, dopo essere rapidamente aumentati fino alla metà di marzo come riflesso dell'acuirsi delle tensioni finanziarie internazionali culminate con il salvataggio della banca d'investimento statunitense Bear Stearns (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*), sono successivamente ridiscesi, collocandosi alla metà di maggio su valori lievemente superiori a quelli di inizio anno, ma al di sotto di quelli degli altri intermediari dell'area.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Alla fine dello scorso anno le quotazioni azionarie delle società italiane erano scese del 15 per cento rispetto ai valori massimi storici del maggio 2007, contro una diminuzione del 6 per cento registrata da quelle delle maggiori società dell'area dell'euro (fig. 15.4). I corsi, dopo essere ulteriormente calati nel primo trimestre del 2008 in concomitanza con l'acuirsi delle turbolenze finanziarie e con l'indebolimento della congiuntura internazionale, sono in parte risaliti dalla fine dello scorso marzo, riflettendo il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari mondiali; tra l'inizio dell'anno in corso e la prima metà di maggio l'indice della borsa italiana è comunque sceso dell'11 per cento. È proseguita la tendenza, in atto da alcuni anni, ad adottare una generosa politica dei dividendi: nella media del 2007 il rapporto tra questi ultimi e gli utili societari complessivi è stato pari al 55

per cento (come l'anno precedente), un livello di oltre 15 punti percentuali superiore a quello relativo alle altre società dell'area dell'euro.

Figura 15.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Indice: 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.

Nella borsa italiana sono aumentate le quotazioni dei titoli del settore automobilistico e di quello dei servizi di pubblica utilità (del 15 e del 5 per cento rispettivamente), sospinte dai risultati ottenuti da Fiat ed Enel; i corsi delle compagnie petrolifere sono rimasti nel complesso invariati. Hanno invece registrato deprezzamenti consistenti i titoli dei settori dei servizi (-24 per cento), dei materiali di base (-19 per cento), delle telecomunicazioni (-12 per cento) e delle banche (-13 per cento); in quest'ultimo caso l'andamento dei corsi azionari è stato in linea con quello osservato nel resto dell'area, mentre negli altri comparti esso è risultato sensibilmente peggiore. Per la prima volta negli ultimi quattro anni, il rendimento delle azioni del listino STAR (-15 per cento), riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti in termini di informazione e governo societario, è stato inferiore a quello dell'indice generale.

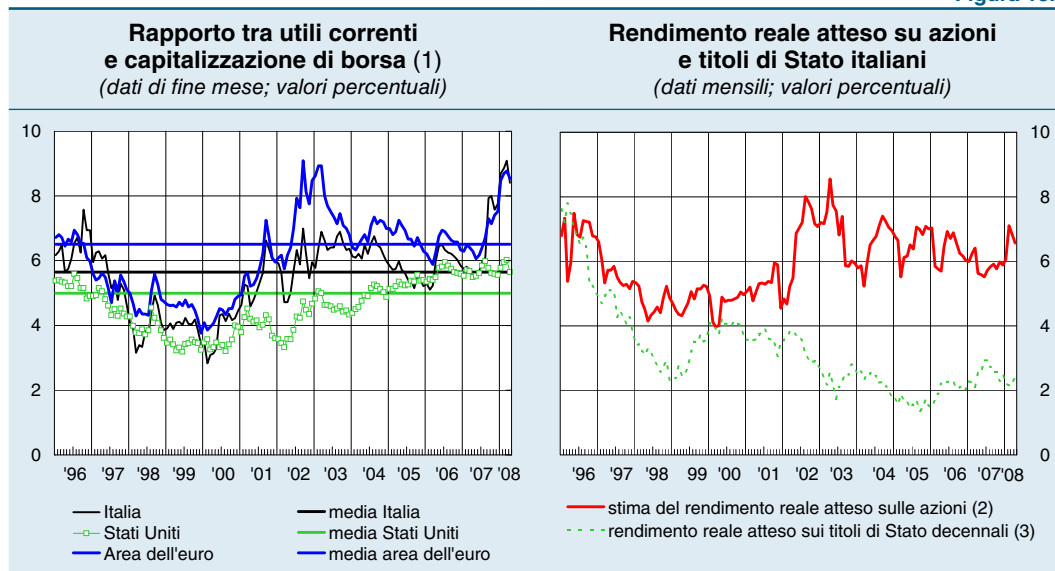
Le quotazioni dei titoli italiani sono state penalizzate dall'andamento degli utili correnti delle società quotate, che sono risultati inferiori alle aspettative degli analisti. Nell'ultimo trimestre dell'anno gli analisti finanziari hanno rivisto al ribasso gli utili attesi per le società italiane per il 2008 e il 2009, mentre hanno alzato le previsioni per il resto dell'area.

La variabilità dei corsi delle società italiane, implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice di borsa, ha registrato, come nell'area dell'euro, una netta tendenza al rialzo dalla scorsa estate, portandosi a fine anno su valori superiori alla sua media di lungo periodo (fig. 15.4).

Alla fine del 2007 in Italia il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione (7,8 per cento, contro 5,9 dell'anno precedente; fig. 15.5) si collocava ampiamente al di sopra del livello medio registrato dalla metà degli anni ottanta a oggi: ciò segnala una grande cautela da parte degli investitori nel valutare le prospettive di crescita delle società quotate. Nella media del 2007 il rendimento reale atteso dell'investimento in azioni,

stimato sulla base delle previsioni di crescita degli utili, è rimasto invariato al 6,1 per cento, mentre il rendimento reale atteso dei titoli di Stato decennali è lievemente aumentato (dal 2,2 al 2,5 per cento). Il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni, rimasto pressoché invariato nel 2007, è aumentato rapidamente nel primo trimestre dell'anno in corso in seguito all'estendersi delle tensioni finanziarie internazionali a tutti i comparti del mercato azionario.

Figura 15.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics e Thomson Financial.

(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1990. – (2) Il rendimento reale atteso è stimato come differenziale fra il tasso di rendimento implicitamente utilizzato dagli investitori per scontare i dividendi futuri attesi e le aspettative di inflazione di lungo periodo rilevate da Consensus Economics. Le variabili di borsa si riferiscono all'indice MSCI per l'Italia. – (3) Differenza tra il tasso d'interesse sui titoli di Stato a 10 anni e le aspettative di inflazione di lungo periodo.

L'offerta e la domanda di azioni. – Le turbolenze finanziarie non hanno rallentato le operazioni di prima quotazione alla borsa italiana, che sono proseguite a ritmo sostenuto nel corso dell'intero 2007, anche se il controvalore medio dei collocamenti è diminuito. Sul listino principale si sono quotate 32 nuove società (contro 21 nel 2006), di cui 10 sul segmento STAR e 11 sul mercato Expandi (dedicato alle piccole e medie imprese). Il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato di 4,4 miliardi di euro (4,8 nel 2006), mentre le società già quotate hanno raccolto mediante aumenti di capitale 3,9 miliardi (5,1 nel 2006). Nell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono salite a 212 (da 202 nel 2006) per un controvalore di 31 miliardi (34 nel 2006).

Secondo i dati di Thomson Financial, nel 2007 le banche commerciali e le banche d'investimento dell'area dell'euro hanno più che dimezzato le emissioni azionarie, passate a 12 miliardi di euro dai 28 dell'anno precedente. Pur in presenza di un accresciuto fabbisogno di capitale connesso con l'aumento dell'attivo patrimoniale e con le ingenti svalutazioni nel portafoglio titoli, le banche sono state riluttanti a effettuare operazioni di aumento di capitale in una fase di rialzo della volatilità delle quotazioni e di incertezza sull'entità del deterioramento dei coefficienti patrimoniali. Nel primo trimestre del 2008 si è registrato un aumento significativo delle emissioni azionarie delle banche dell'area, ammontate a circa 7 miliardi di euro (5 nel periodo corrispondente del 2007); queste sono risultate comunque assai inferiori ai volumi di emissioni effettuate negli Stati Uniti, che hanno superato l'equivalente di 24 miliardi di euro (erano state di circa 30 miliardi nel 2007).

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 300 società italiane (284 alla fine del 2006; tav. 15.2). Nonostante i nuovi collocamenti di azioni, la capitalizzazione totale delle società italiane è scesa, a causa del calo delle quotazioni, da 779 a 734 miliardi di euro (pari al 53 e al 48 per cento del PIL rispettivamente); il rapporto tra capitalizzazione e PIL era pari al 59 per cento in Germania, al 103 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 140 nel Regno Unito e al 144 negli Stati Uniti.

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Variazione dei corsi (1)	-23,7	14,9	17,5	13,9	19,0	-8,0
Società italiane quotate (numero a fine anno)	288	271	269	275	284	300
di cui: <i>al segmento STAR</i>	41	40	46	70	75	81
Capitalizzazione (2)	457.992	487.446	568.901	676.606	778.501	733.614
<i>in percentuale del PIL</i>	36,3	37,5	43,1	49,3	52,8	48,0
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	25	23	23	26	29	31
<i>assicurativi</i>	11	12	12	12	10	10
<i>bancari</i>	22	26	25	32	33	30
<i>finanziari</i>	3	4	3	4	4	4
<i>servizi</i>	39	35	37	26	24	25
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	3.894	8.710	3.197	12.599	6.098	4.413
di cui: <i>al segmento STAR</i>	264	26	89	279	290	409
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	5.142	1.412	5.999	6.405	12.919	11.178
di cui: <i>società estere</i>	2.067	..	..	..	..	..
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	..	..	797	3.620	3.881
Dividendi distribuiti (6)	18.650	17.030	21.849	22.907	28.317	30.625
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	5,9	6,4	6,0	5,2	5,9	7,8
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,8	3,4	3,4	3,0	3,2	3,7
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	572.940	580.703	641.376	893.853	1.078.390	1.489.868
<i>futures sull'indice S&P/MIB</i> (9)	673.836	527.024	467.122	585.445	761.580	954.524
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB</i> (9)	176.513	153.998	152.839	209.526	262.312	368.966
Turnover (10)	109	123	121	144	148	197

Fonte: Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Financial.

(1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (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. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

Lo scorso novembre è stata recepita la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 (MiFID – Markets in Financial Instruments Directive).

Il recepimento della MiFID nell'ordinamento giuridico italiano, sopprimendo l'obbligo di concentrazione degli scambi su mercati regolamentati, consente agli intermediari finanziari di costruire piattaforme di negoziazione alternative. Tra le disposizioni più significative, vi sono quelle relative alla trasparenza e al dovere per l'intermediario di garantire all'investitore il migliore risultato possibile del proprio ordine (cosiddetta best execution).

È cresciuto da 21 a 35 il numero di società quotate sul segmento di Borsa Italiana MTA International, dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero ad alta capitalizzazione e già negoziate in altri mercati regolamentati. Nella prima metà del 2007 sono iniziate le contrattazioni sul Mercato alternativo del capitale (MAC), un sistema di scambi organizzati riservato esclusivamente agli investitori istituzionali che offre alle piccole e medie imprese procedure di quotazione semplificate e un alleggerimento degli obblighi di informazione al mercato; alla fine dell'anno risultavano quotate su tale mercato 3 società. È proseguita la forte crescita del mercato degli *exchange-traded funds* (ETF, cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*).

Lo scorso ottobre è stata portata a termine la fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange Group, la società che gestisce la borsa di Londra; il gruppo risultante dalla fusione si colloca al primo posto in Europa per capitalizzazione totale delle società quotate e volumi di scambio (cfr. il capitolo 19: *I sistemi di negoziazione e di regolamento dei titoli*). Nella prima fase dell'integrazione i due mercati di borsa verranno gestiti autonomamente; la struttura organizzativa del gruppo prevede una progressiva fusione di alcune attività, tra cui i sistemi informativi e quelli di regolamento degli scambi, con l'obiettivo di ottenere maggiori efficienze ed economie di scala.

16. GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2007 il settore consolidato degli investitori istituzionali italiani ha registrato una raccolta netta negativa per 68 miliardi di euro (tav. 16.1). Il patrimonio netto è sceso del 6,8 per cento, a 1.031 miliardi, dal 75 al 67 per cento del PIL. Il fenomeno ha interessato tutti i principali strumenti del risparmio gestito: fondi comuni, gestioni patrimoniali e polizze vita. Il peso del risparmio gestito dagli operatori del settore sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane si è ridotto dal 30,1 al 27,9 per cento.

Tavola 16.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		Quote percentuali	
	2006	2007 (1)	2006	2007 (1)		
					2006	2007 (1)
Fondi comuni (2)	-39.068	-49.652	391.205	349.253	27,7	26,0
Assicurazioni (3)	18.523	-7.492	436.480	428.988	30,9	32,0
Fondi pensione (4)	2.603	4.028	37.258	41.286	2,6	3,1
Gestioni patrimoniali	26.709	-26.409	547.631	520.684	38,8	38,9
Totale	8.767	-79.525	1.412.574	1.340.211	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	-8.681	-68.107	1.105.704	1.030.683	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	-0,6	-4,4	74,7	67,1	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.
 (1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

Il deflusso netto di risparmio dagli investitori istituzionali italiani nel 2007 è in parte dovuto al peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari verificatosi nella seconda metà dell'anno. Il rialzo della volatilità e la flessione dei corsi azionari hanno favorito una riallocazione dei portafogli delle famiglie verso attività a basso rischio, che, come in analoghe fasi passate, è stata per lo più realizzata attraverso investimenti diretti in titoli di Stato e obbligazioni e la detenzione di depositi a lungo termine. L'industria italiana del risparmio gestito ha inoltre continuato a risentire del forte ridimensionamento del settore dei fondi comuni, in atto ormai da diversi anni.

Nel 2007 il deflusso di risorse dal complesso dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è rimasto intenso. A differenza degli anni passati, la raccolta netta è risultata negativa anche per i fondi istituiti all'estero da intermediari italiani. Per i fondi speculativi e i fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari, le sottoscrizioni hanno continuato a superare i riscatti di quote. È proseguita l'espansione degli ETF, strumenti di investimento collettivo del risparmio che hanno oneri di gestione assai contenuti e una liquidità molto elevata.

Nel 2007 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è risultata negativa. La raccolta premi delle compagnie del ramo vita si è ridotta per il secondo anno consecutivo; il fenomeno è riconducibile al calo dei premi delle polizze rivalutabili e dei contratti di capitalizzazione.

Lo sviluppo dei fondi pensione ha tratto impulso dalla nuova disciplina della previdenza complementare, avviata nel gennaio dello scorso anno. Nel corso del 2007, secondo stime della Covip, il rapporto tra il numero complessivo dei lavoratori dipendenti del settore privato aderenti alle forme pensionistiche complementari e il bacino dei potenziali aderenti è cresciuto di 10 punti percentuali, al 25 per cento. Nonostante il significativo incremento, tale rapporto rimane su valori relativamente ridotti, in particolare tra i giovani, le donne e i lavoratori autonomi. Le risorse gestite dagli operatori del settore sono pari a circa il 3 per cento del PIL, un valore ancora molto inferiore a quello dei principali paesi industriali.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2007 i fondi comuni di diritto italiano hanno registrato un deflusso netto di risparmio pari a 49,7 miliardi di euro, che segue quello di 39,1 miliardi dell'anno precedente (tav. 16.2). Anche i fondi esteri istituiti da intermediari italiani hanno registrato una raccolta netta negativa dopo anni di forte crescita (3,2 miliardi).

Tavola 16.2

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Fondi aperti armonizzati	836	802	309.493	260.120	-49.891	-50.951
Azionari	346	309	68.770	51.055	-12.133	-17.315
Bilanciati	63	59	29.023	22.745	-2.938	-6.346
Obbligazionari	302	281	121.255	92.611	-36.848	-29.361
Monetari	40	37	67.008	71.052	-7.079	2.133
Flessibili	85	116	23.437	22.657	9.107	-62
Fondi aperti non armonizzati	417	454	62.135	63.701	7.735	-1.314
Fondi aperti speculativi	204	243	23.592	30.393	5.543	5.354
di cui: <i>fondi di fondi</i>	191	219	22.411	28.352	4.906	4.837
Altri tipi di fondi aperti	213	211	38.543	33.308	2.192	-6.668
di cui: <i>fondi di fondi</i>	137	132	22.986	17.585	768	-5.392
Totale fondi aperti	1.253	1.256	371.628	323.821	-42.156	-52.265
Fondi chiusi mobiliari	74	98	3.182	3.883	273	319
di cui: <i>riservati</i>	60	85	2.484	3.335	377	570
Fondi chiusi immobiliari	118	173	16.395	21.549	2.815	2.294
di cui: <i>riservati</i>	90	143	9.178	13.945	2.007	2.091
Totale fondi chiusi	192	271	19.577	25.432	3.088	2.613
Totale	1.445	1.527	391.205	349.253	-39.068	-49.652
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (3)	742	784	202.553	201.918	11.781	-3.153
di cui: <i>speculativi</i>	20	28	5.780	7.143	898	685

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) Sono incluse le Sicav. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) Fondi comuni di società di gestione insediate in Irlanda o in Lussemburgo. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote detenute e sottoscritte, rispettivamente, da investitori italiani ed esteri. I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi.

Il patrimonio dei fondi comuni italiani è sceso del 10,7 per cento, a 349 miliardi, principalmente per effetto dei consistenti riscatti netti di quote; quello dei fondi esteri facenti capo a gruppi italiani è rimasto pressoché costante, a 202 miliardi.

A differenza degli anni passati, nel 2007 la raccolta netta dei fondi comuni è risultata negativa, o si è ridotta fortemente, anche negli altri principali paesi europei. Tra i fondi comuni armonizzati, in Germania e Francia si sono avuti riscatti netti rispettivamente per 13,6 e 28,8 miliardi; in Lussemburgo e Regno Unito la raccolta netta, pur restando positiva, si è ridotta, rispettivamente, di 52,9 e 27,2 miliardi (tav. 16.3).

Tavola 16.3

Tavola 10.

Fondi comuni mobiliari: raccolta netta e patrimonio netto nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (1) (dati annuali)									
		Italia	Germania	Francia	Lussemburgo e Irlanda (2)		Area dell'euro (3)	Regno Unito	Stati Uniti
VOCI		di cui: controllati da interme- diari italiani							
Raccolta netta (in milioni di euro)									
Totale	2006	-49.891	-6.245	105.700	241.344	10.883	296.729	31.843	377.181
	2007	-50.951	-13.642	-28.800	188.488	-3.153	37.242	4.595	640.553
Azionari	2006	-12.133	-7.061	45.500	84.092	4.286	114.911	10.615	125.743
	2007	-17.315	-7.148	-3.200	-4.334	-6.397	-65.526	-8.309	67.002
Bilanciati (4)	2006	6.169	2.031	22.600	100.065	-7.451	139.910	11.103	5.641
	2007	-6.408	3.903	8.900	139.946	9.250	125.294	9.801	16.042
Obbligazionari	2006	-36.848	-1.609	7.800	40.319	12.871	29	8.643	48.842
	2007	-29.361	-5.856	-18.600	2.299	-7.100	-75.469	1.265	78.657
Monetari	2006	-7.079	393	29.800	16.868	1.177	41.880	1.481	196.956
	2007	2.133	-4.541	-15.900	50.577	1.094	52.944	1.838	478.852
Patrimonio netto di fine anno (in miliardi di euro)									
Totale	2006	309	258	1.343	2.245	197	4.712	597	7.907
	2007	260	266	1.352	2.470	186	5.135	685	8.165
in % del PIL	2006	20,9	11,2	75,6	–	–	56,1	32,0	75,2
	2007	16,9	11,0	72,4	–	–	57,9	36,9	81,4

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, EFAMA, ICI e Assogestioni.
(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono prevalentemente in valori mobiliari quotati e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti all'UE, i fondi armonizzati). Per alcuni paesi, sono inclusi i fondi di fondi. – (2) Per la raccolta netta, il dato si riferisce solo al Lussemburgo. – (3) Per la raccolta netta, i dati non includono il Belgio e l'Irlanda. – (4) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

Analogamente all'anno precedente, il calo subito dai fondi comuni italiani è quasi interamente attribuibile alla categoria dei fondi armonizzati. Tra questi ultimi la flessione ha riguardato tutti i comparti, a eccezione di quello monetario che, nella seconda parte del 2007, in presenza di ampie oscillazioni dei prezzi dei valori mobiliari, è tornato a raccogliere nuove risorse. Tra i fondi comuni non armonizzati è continuato

l'afflusso netto di risorse verso i fondi speculativi e i fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari.

Nei primi mesi del 2007 i riscatti netti di quote subiti dai fondi comuni hanno riflesso l'aumentata preferenza delle famiglie per l'investimento diretto in titoli di Stato, in una fase caratterizzata dalla crescita dei tassi di interesse reali sui titoli pubblici. Nei mesi successivi i riscatti netti hanno risentito del forte afflusso del risparmio delle famiglie verso attività meno rischiose (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*), favorito dalle tensioni sui mercati finanziari innescate dalla crisi dei mutui ipotecari statunitensi. Vi ha contribuito anche la scelta delle banche di collocare presso la clientela una quota maggiore di propri titoli obbligazionari (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

Alla fine del 2007, sul totale dei valori mobiliari di proprietà delle famiglie in deposito presso le banche italiane (principalmente titoli di Stato, obbligazioni, quote di fondi comuni e azioni), la parte riconducibile a fondi comuni era pari al 15,9 per cento, in calo di 5 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Nello stesso periodo sono invece aumentate le quote di titoli di Stato e obbligazioni, passate, rispettivamente, dal 28,3 al 30,5 e dal 44,7 al 47,6 per cento. Il peso delle obbligazioni bancarie sul totale è aumentato dal 32,5 al 33,7 per cento.

Dopo la forte crescita registrata nella seconda parte degli anni novanta, la raccolta netta complessiva effettuata dai fondi comuni di società controllate da intermediari italiani ha subito un marcato rallentamento, favorito dall'aumento della volatilità dei corsi azionari nei primi anni del decennio. Tra il 2001 e il 2005 i riscatti netti di quote di fondi armonizzati di diritto italiano sono stati pari a 75 miliardi; tale deflusso è stato quasi interamente compensato dalle sottoscrizioni nette di quote di fondi armonizzati esteri istituiti da intermediari italiani. La significativa ricomposizione della raccolta complessiva è ascrivibile a una tassazione più favorevole dei fondi e delle società di gestione esteri rispetto a quelli italiani. Nei due anni successivi il deflusso netto di risorse dai fondi armonizzati italiani è stato pari a 101 miliardi, a fronte di sottoscrizioni nette di quote di fondi esteri per soli 7 miliardi.

Gli intermediari finanziari, in particolar modo le banche, svolgono un ruolo rilevante sia negli assetti proprietari delle società di gestione sia nella distribuzione delle quote di fondi comuni italiani. Alla fine dello scorso anno circa l'82 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni aperti di diritto italiano faceva capo a società di gestione controllate da una o più banche italiane, solo il 3,5 per cento a compagnie di assicurazione italiane; la quota relativa a intermediari esteri era pari all'8 per cento. Nel 2007 la quota della raccolta lorda realizzata attraverso le reti bancarie è rimasta pressoché costante, al 77 per cento.

Al fine di esaminare le innovazioni normative e regolamentari utili per il rilancio dell'industria dei fondi comuni, la Banca d'Italia, nel rispetto dei propri compiti istituzionali e dell'autonomia dei singoli intermediari, ha promosso nel febbraio del 2008 la costituzione di un gruppo di lavoro, con la partecipazione di operatori del settore, dell'associazione di categoria delle società di gestione, del Ministero dell'Economia e delle finanze e della Consob.

L'offerta di fondi. – Nel 2007 ha continuato a ridursi il numero dei fondi aperti armonizzati, per effetto di alcune operazioni di consolidamento tra società del settore (tav. 16.2; cfr. il capitolo 21: *La struttura degli intermediari bancari e finanziari*);

ha continuato invece ad ampliarsi l'offerta di fondi speculativi e di fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari. Negli ultimi quattro anni le quote dei fondi speculativi e di quelli chiusi sul patrimonio netto complessivo dei fondi di diritto italiano sono salite, rispettivamente, dall'1,4 all'8,7 e dall'1,4 al 7,3 per cento.

In Italia il numero dei fondi speculativi (hedge fund) è cresciuto negli ultimi quattro anni in misura significativa, passando da 81 a 243 unità; le attività gestite sono aumentate da 5,8 a 30,4 miliardi di euro. La quasi totalità del patrimonio fa capo a fondi che investono in quote di altri fondi (in gran parte hedge fund esteri); la struttura del cosiddetto "fondo di fondi" agevola per il sottoscrittore la diversificazione del rischio e il monitoraggio dei singoli hedge fund detenuti in portafoglio. Nello stesso periodo, si è ampliata notevolmente anche la presenza di fondi chiusi, in gran parte riservati a investitori qualificati: quelli immobiliari sono cresciuti da 19 a 173 unità (il patrimonio netto da 4,4 a 21,5 miliardi), i mobiliari (fondi di private equity) da 35 a 98 unità (il patrimonio netto da 1,4 a 3,9 miliardi).

Nel corso del 2007 ha accelerato ulteriormente la crescita del mercato degli ETF, strumenti di investimento collettivo che replicano indici finanziari e sono negoziati su mercati regolamentati.

Nel 2007 il volume totale delle contrattazioni degli ETF alla Borsa Italiana ha raggiunto i 31,4 miliardi (17 nel 2006); gli ETC (exchange-traded commodities), fondi introdotti in Italia all'inizio del 2007 che si prefiggono di replicare indici di prezzi di materie prime, hanno registrato un volume di scambi pari a 0,4 miliardi. L'offerta di tali strumenti ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti: alla fine dell'anno erano quotati 171 ETF (87 nel 2006) e 37 ETC, tutti emessi da società estere. Anche nelle altre principali borse dell'area dell'euro il numero di ETF e ETC è aumentato sensibilmente, passando da 171 a 316 nella borsa di Francoforte e da 160 a 232 nel mercato Euronext.

Composizione del portafoglio. – A fronte del forte deflusso netto di risorse, i fondi comuni armonizzati italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 36 miliardi (38,9 nel 2006; tav. 16.4). La concentrazione delle nuove sottoscrizioni di quote nei comparti con obiettivi di investimento a breve termine e le turbolenze dei mercati finanziari si sono riflesse in acquisti netti di BOT e CTZ e in cospicui smobilizzi di azioni e di titoli a lungo termine. Particolarmente rilevanti sono state le cessioni di azioni italiane ed estere, il cui peso nel portafoglio dei fondi comuni italiani è sceso nel 2007, rispettivamente, di 1,1 e 2,5 punti percentuali, al 5,6 e al 21,9 per cento. La quota delle attività estere complessive si è ridotta dal 54,4 al 51,2 per cento; quella dei titoli denominati in euro è aumentata dal 79,3 all'82,8 per cento.

Il rendimento e le commissioni. – Nel 2007 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato pressoché nullo (0,3 per cento; tav. 16.5). I fondi dei comparti azionario e bilanciato hanno registrato rendimenti medi negativi (-1,6 e -0,6 per cento, rispettivamente); migliori sono risultati quelli dei fondi monetari, obbligazionari e flessibili (2,7, 1,3 e 0,3 per cento, rispettivamente). Sebbene l'esposizione diretta dei fondi comuni italiani a titoli strutturati e a obbligazioni emesse a fronte di operazioni di cartolarizzazione appaia nel complesso limitata (cfr. il capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*), nella seconda parte dell'anno i rendimenti dei fondi comuni hanno risentito del calo

Tavola 16.4

Fondi comuni mobiliari: portafoglio titoli (1) (milioni di euro e quote percentuali)						
VOCI	2006	2007	1° trim. 2008 (2)	2006	2007	Marzo 2008 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
Obbligazioni italiane	-13.370	-5.181	5.470	38,9	43,2	49,2
A breve termine e indicizzate	-11.353	-2.000	6.491	16,8	18,9	23,1
BOT	-1.624	3.100	3.078	7,0	9,4	11,5
CCT	-9.729	-5.100	3.412	9,8	9,5	11,6
A medio e a lungo termine	-2.017	-3.181	-1.020	22,1	24,3	26,1
CTZ	-32	2.463	924	3,5	5,3	6,3
BTP	-2.165	-5.402	-1.884	13,3	13,3	13,6
Altri	179	-242	-60	5,3	5,7	6,1
Azioni italiane	-3.018	-4.234	-705	6,7	5,6	4,3
Titoli esteri	-22.580	-26.226	-8.414	54,4	51,2	46,5
Titoli di Stato	-13.300	-12.844	-2.387	20,6	18,1	17,9
di cui: <i>in euro</i>	-11.390	-10.885	-1.586	17,6	15,8	15,9
Obbligazioni	-2.536	1.058	-2.177	9,4	11,2	11,1
di cui: <i>in euro</i>	-2.080	1.175	-2.037	7,8	9,6	9,5
Azioni	-6.744	-14.441	-3.851	24,4	21,9	17,5
di cui: <i>in euro</i>	1.622	-2.047	-2.491	8,4	9,1	7,5
Altre attività finanziarie	82	-331	12	..	..	..
Totale	-38.886	-35.973	-3.637	100	100	100
<i>Per memoria:</i>						
Raccolta netta	-49.891	-50.951	-12.725	-	-	-
Portafoglio	-	-	-	286.570	239.901	216.026

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. Sono inclusi i fondi di fondi. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Dati provvisori.

Tavola 16.5

Rendimenti dei fondi comuni mobiliari e dei principali investimenti alternativi (1) (valori percentuali)										
ANNI	Fondi comuni (2)				Investimenti alternativi					
	di cui:				Azioni italiane (3)	Azioni estere (4)	BTP (5)	CCT (5)	BOT (6)	Obbliga- zioni estere (7)
	Azionari	Bilanciati	Obbliga- zionari							
1990	-3,5	-13,3	-8,0	10,5	-23,6	-25,7	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991	9,9	7,5	7,3	11,6	2,7	21,2	13,6	13,2	11,2	17,6
1992	8,3	5,2	3,9	11,3	-6,9	21,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993	25,4	37,1	32,8	19,9	39,6	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994	-2,4	-3,6	-1,2	-1,3	4,1	1,0	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995	6,8	1,3	3,9	10,4	-5,8	18,0	15,6	11,3	9,0	16,7
1996	9,3	8,4	9,5	9,4	10,9	10,1	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997	11,8	30,3	24,8	6,6	60,8	33,6	11,4	6,1	5,7	18,1
1998	9,4	22,2	18,1	5,2	43,2	17,3	10,4	5,3	4,3	7,0
1999	12,6	35,7	16,7	0,3	24,8	45,8	-1,5	3,3	3,2	12,5
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

(1) Rendimenti a dodici mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. - (2) Dati al netto di imposte e commissioni riferiti a fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. - (3) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. - (4) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. - (5) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; fino al 1998, calcolata al netto della ritenuta del 12,5 per cento. - (6) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno; fino al 1998, calcolato al netto della ritenuta del 12,5 per cento. - (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.

generalizzato dei principali indici di borsa, che ha fatto seguito alla crisi dei mutui ipotecari *subprime* negli Stati Uniti.

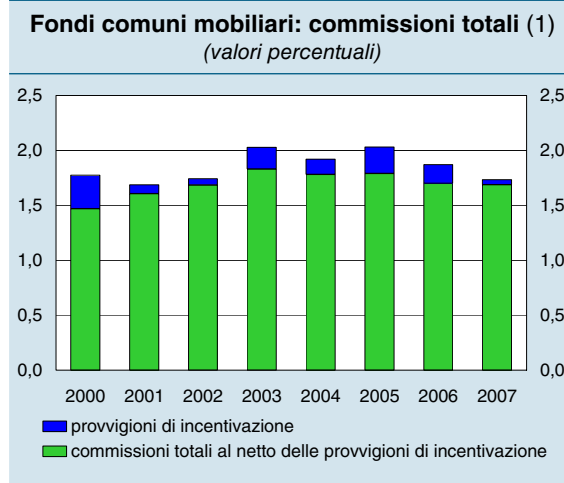
Le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che ricadono sui sottoscrittori – sono ammontate a 3,8 miliardi; tra queste, quelle di gestione e di incentivo, corrisposte alla società di gestione, sono state pari a 3,4 miliardi. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è stata pari all'1,7 per cento (fig. 16.1), con un calo di 0,1 punti percentuali, interamente dovuto alle commissioni di incentivo. Assai più contenute sono le commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di ETF: secondo dati di Borsa Italiana, alla fine dello scorso aprile esse erano in media pari allo 0,44 per cento del patrimonio netto del fondo.

Per i fondi azionari, flessibili e bilanciati le commissioni totali medie hanno continuato a diminuire, raggiungendo, rispettivamente, il 2,39, l'1,59 e l'1,89 per cento del patrimonio (contro 2,54, 1,98 e 1,94 per cento nel 2006). Per i fondi obbligazionari e monetari, le commissioni totali sono rimaste stabili, rispettivamente, all'1,19 e allo 0,57 per cento. Il grado di dispersione delle commissioni dei fondi all'interno di ciascun comparto di investimento, al netto delle provvigioni di incentivo, è rimasto su livelli simili a quelli osservati nel 2006 (fig. 16.2).

Secondo uno studio effettuato nel 2006 per conto della Commissione europea, relativo a un campione di fondi comuni europei, le commissioni gravanti sui fondi italiani sarebbero relativamente elevate. Per un fondo azionario italiano i costi totali inciderebbero sul rendimento annuale per circa il 2 per cento, contro valori inferiori all'1,5 per i fondi francesi e tedeschi; la gran parte del divario sarebbe riconducibile ai costi di distribuzione.

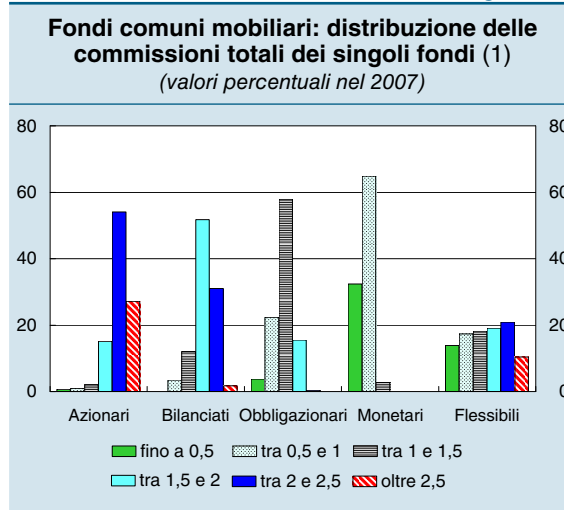
Sul totale delle commissioni corrisposte nel 2007 alle SGR dai fondi aperti, il 74 per cento è stato retrocesso dalle SGR alle reti distributive (commissioni di collocamento e mantenimento); la quota sale al 78 per cento nel caso di SGR controllate da banche italiane. Le commissioni retrocesse alle reti distributive hanno costituito in media l'1,0 per cento del patrimonio netto delle società di gestione (0,8 per cento nel periodo 2000-07), l'1,1 per cento per le società di gestione controllate da banche italiane (0,9 per cento nel periodo 2000-07).

Figura 16.1



(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 triennio 2000-02, sono escluse le commissioni a intermediari per la compravendita di titoli. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Figura 16.2



(1) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue pagate dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate. Le commissioni totali, al netto delle commissioni d'incentivo, sono espresse in percentuale del patrimonio netto annuo medio. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati.

Le gestioni patrimoniali

Per la prima volta da quando il fenomeno è rilevato (dai primi anni novanta) la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è risultata negativa, con un deflusso di risorse pari a 26,4 miliardi. La consistenza delle attività gestite è scesa nel 2007 del 4,9 per cento, a 521 miliardi.

Anche il calo della raccolta delle gestioni patrimoniali, concentratosi nel quarto trimestre dell'anno, ha riflesso la riallocazione di portafoglio delle famiglie. Vi hanno inoltre contribuito i bassi rendimenti medi conseguiti dai servizi di gestione su base individuale, in una fase caratterizzata dal calo generalizzato delle quotazioni sulle principali borse internazionali.

Nel 2007 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta) è stato pressoché nullo (1,6 per cento nel 2006). Le gestioni patrimoniali hanno effettuato vendite nette di titoli per 28 miliardi, concentrate principalmente nel comparto dei fondi comuni, italiani ed esteri. Il peso dei fondi comuni nel portafoglio delle gestioni patrimoniali è sceso dal 40,8 al 36,9 per cento.

Le compagnie di assicurazione

Nel 2007 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione si è ridotta del 7 per cento rispetto all'anno precedente, a 99,1 miliardi. Il risultato è interamente ascrivibile alla raccolta del ramo vita, scesa da 69,4 a 61,4 miliardi (-11,4 per cento); il forte calo dei premi relativi alle polizze vita rivalutabili (-17,3 per cento) e ai contratti di capitalizzazione (-50 per cento) è stato solo in parte compensato dalla crescita della raccolta delle polizze collegate a fondi di investimento o indici di mercato (6,1 per cento). Sul totale dei premi del ramo vita, il peso delle polizze unit e index-linked è salito di 7,8 punti percentuali, al 47,3 per cento. Si è nel contempo registrato un aumento delle richieste di riscatto anticipato da parte degli assicurati; esso ha riguardato in misura maggiore i contratti di capitalizzazione.

Nel corso del 2007 la quota dei premi del ramo vita raccolti mediante sportelli bancari e postali ha subito un leggero calo (dal 59,5 al 58,4 per cento), a fronte dell'aumento di quella delle agenzie, dei broker e delle altre forme di vendita diretta (dal 32,2 al 33 per cento); è rimasta pressoché costante la quota dei promotori finanziari (8,6 per cento).

Da un'indagine condotta presso 458 banche risulta che nel 2007 circa 130 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante sportelli bancari. Poco più di un terzo degli accordi di distribuzione, cui fa capo circa il 30 per cento della raccolta totale, riguarda banche e assicurazioni appartenenti al medesimo gruppo; circa il 10 per cento è relativo a operatori legati da partecipazioni azionarie non di controllo, la parte rimanente fa capo a operatori non legati da partecipazioni azionarie rilevanti.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono diminuite dell'1,7 per cento, a 429 miliardi. Le riserve nel ramo vita sono scese del 3,7 per cento, quelle del ramo danni sono invece cresciute del 9,5 per cento.

Nel 2007 e nel primo quadrimestre del 2008 i corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono diminuiti del 14 per cento, in linea con il calo registrato dal complesso

delle compagnie assicurative dell'area dell'euro. Sull'andamento delle quotazioni hanno pesato i timori degli investitori riguardo a possibili svalutazioni degli attivi in seguito alla crisi dei mercati finanziari, nonché l'andamento negativo della raccolta premi del ramo vita.

A partire dallo scorso anno, i prodotti assicurativi a elevato contenuto finanziario (quali le polizze unit e index-linked e i contratti di capitalizzazione) sono soggetti, al pari degli altri prodotti finanziari, alla regolamentazione della Consob in materia di trasparenza. Per questi prodotti la nuova normativa richiede, in aggiunta al prospetto informativo, la predisposizione di una scheda sintetica che presenti le principali caratteristiche del contratto (eventuali garanzie, costi, rischi finanziari), il valore di un indicatore dei costi complessivi (il costo percentuale medio annuo), scenari alternativi relativi al rendimento del capitale investito. I prodotti assicurativi tradizionali (quali le polizze vita rivalutabili) rimangono invece soggetti alla circolare in materia di trasparenza emanata dall'Isvap nel marzo del 2005 (cfr. il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali nella Relazione sull'anno 2004).

I fondi pensione

Nel 2007 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 10,8 per cento, a 41,3 miliardi (circa il 3 per cento del PIL), grazie soprattutto all'aumento delle attività dei fondi istituiti dopo la riforma del 1993 (3,1 miliardi; tav. 16.6).

Tavola 16.6

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2006				2007 (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	4.012	3.072	940	3.600	4.531	3.134	1.397	3.005
Portafoglio titoli	28.315	16.334	11.980	11.635	31.603	16.900	14.703	13.342
Obbligazioni	17.418	9.759	7.659	8.405	20.050	10.269	9.782	9.973
Azioni	4.917	1.968	2.949	1.495	5.206	1.798	3.408	1.483
Quote di fondi comuni	5.980	4.607	1.372	1.735	6.347	4.833	1.513	1.886
Mutui e altre attività finanziarie	2.282	2.332	-50	4.989	2.528	2.629	-101	4.635
Immobili	2.649	2.649	–	9.721	2.623	2.623	–	9.647
Totale attività	37.258	24.388	12.870	29.945	41.286	25.287	15.999	30.629

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip, UIC ed enti di previdenza.
 (1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a tredici enti di previdenza; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il 1° gennaio 2007 è entrata in vigore, in anticipo rispetto ai tempi inizialmente previsti, la nuova disciplina della previdenza complementare (decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252). Dalla seconda metà del 2007 gli accantonamenti al trattamento di fine rapporto (TFR) vengono destinati, salvo una scelta in senso contrario da parte

del lavoratore, alla previdenza complementare. Sono state inoltre introdotte significative agevolazioni fiscali ed è stato rafforzato il quadro regolamentare (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2006).

A partire dal gennaio del 2007 i lavoratori dipendenti del settore privato hanno avuto sei mesi di tempo (nel caso di nuovi assunti, sei mesi dalla data di assunzione) per decidere se mantenere in azienda il TFR maturando o farlo confluire in una forma di previdenza complementare (fondo negoziale, fondo aperto, polizze pensionistiche individuali). Nel caso in cui il lavoratore scelga di mantenere il TFR in azienda, questa può continuare ad accantonarlo, se ha meno di 50 dipendenti, altrimenti deve versarlo in un apposito fondo presso l'INPS (Fondo della Tesoreria). In assenza di una scelta esplicita da parte del lavoratore, la riforma prevede il conferimento del TFR maturando al comparto garantito della forma pensionistica di riferimento o, in assenza di questa, a un nuovo fondo previdenziale istituito presso l'INPS (FondInps), le cui gestioni mirano a conseguire rendimenti almeno pari a quelli che si otterrebbero con il TFR.

Sulla scelta di destinare il flusso di TFR a una forma pensionistica complementare incidono diversi fattori. Grazie all'investimento del risparmio in strumenti finanziari, i fondi pensione tendono a conseguire nel medio-lungo periodo rendimenti superiori a quelli del TFR, sebbene a fronte di maggiori rischi; nel caso di lavoratori dipendenti, i fondi pensione possono inoltre avvalersi del contributo del datore di lavoro. Sotto il profilo fiscale, la tassazione dei fondi pensione, pur coincidendo con quella del TFR nelle fasi della contribuzione e dell'accumulazione, è molto più favorevole nella fase delle prestazioni. D'altra parte, il TFR, oltre a presentare una variabilità assai bassa dei rendimenti, è del tutto privo di costi, mentre l'aderente a una forma pensionistica complementare deve sostenere una serie di oneri e spese che possono decurtare i vantaggi della pensione integrativa.

Secondo dati forniti dalla Covip, nel corso del 2007 il numero complessivo dei lavoratori aderenti alle forme pensionistiche complementari è aumentato da 3,2 a 4,5 milioni (tav. 16.7). Il numero dei lavoratori che non ha espresso una scelta esplicita, per i quali la riforma prevede comunque l'adesione alla previdenza complementare, è risultato modesto. L'incremento ha interessato tutte le forme pensionistiche complementari. Alla fine dello scorso anno il 44 per cento del totale degli iscritti aderiva ai fondi pensione negoziali, il 26 per cento ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP), il 16 per cento ai fondi pensione aperti e il 14 ai fondi istituiti prima del 1993.

Tavola 16.7

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	126	123	1.659.858	2.734.583	12.784	15.898
Fondi negoziali	42	42	1.219.372	1.988.639	9.257	11.599
Fondi aperti	84	81	440.486	745.944	3.527	4.299
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	448	433	649.519	650.000	24.388	25.287
Polizze pensionistiche individuali	—	72	876.000	1.133.147	4.546	5.805
Totale	—	628	3.185.377	4.517.730	41.718	46.990

Fonte: elaborazioni su dati Covip.
(1) Sono esclusi Fondinps e i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. — (2) I dati relativi alle polizze pensionistiche individuali e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. — (3) Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati.

Nel corso del 2007 è risultato particolarmente significativo l'aumento delle adesioni per quelle categorie di lavoratori che in prospettiva avranno più bisogno di integrare le risorse derivanti dal pilastro pubblico, quali i giovani, le donne e i lavoratori autonomi. I loro tassi di adesione a forme pensionistiche complementari restano comunque limitati.

Nell'ambito dei fondi pensione negoziali, alcuni fondi di categoria presentano tassi di adesione molto elevati e comparabili a quelli dei paesi in cui la previdenza complementare è maggiormente sviluppata. La copertura della previdenza complementare rimane invece limitata nei settori caratterizzati dalla presenza di imprese di minore dimensione (ad esempio, l'edilizia e il commercio).

Il rendimento e le commissioni. – Secondo i dati forniti dalla Covip, nel 2007 il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari al 2,1 per cento per i fondi negoziali (3,8 nel 2006) e a -0,4 per cento per quelli aperti (2,4 nel 2006). Questi risultati hanno riflesso il calo delle quotazioni sulle principali borse internazionali, che ha inciso maggiormente sul rendimento dei fondi aperti, caratterizzati da un peso maggiore dei comparti azionari: alla fine del 2007 i titoli azionari costituivano circa un quarto del portafoglio dei fondi negoziali, poco meno della metà di quello dei fondi aperti. Sul divario tra i rendimenti delle due categorie di fondi hanno anche influito differenze negli oneri di gestione: rispetto ai fondi negoziali, quelli aperti sostengono maggiori costi di raccolta e non si avvalgono di eventuali contributi alle spese da parte dei datori di lavoro.

Su lunghi periodi di accumulazione, differenze anche limitate negli oneri di gestione possono avere un impatto rilevante sul montante finale. Considerando un orizzonte di investimento di 30 anni, un livello di commissioni annue più elevato di 0,5 punti percentuali riduce il capitale finale di circa il 14 per cento. Sebbene la nuova disciplina abbia favorito la concorrenza tra le varie forme di previdenza complementare, rimangono ampie le differenze tra i rispettivi costi medi.

Il mercato dei servizi di gestione delle attività dei fondi pensione risulta assai concentrato: secondo dati forniti dalla Mefop, alla fine dello scorso settembre le risorse dei fondi pensione negoziali erano affidate in gestione a 33 operatori; ai primi quattro afferiva quasi il 50 per cento delle risorse complessive.

La disciplina italiana sui limiti agli investimenti dei fondi pensione è attualmente fondata sulla specificazione delle attività nelle quali il patrimonio del fondo può essere investito e sulla previsione di limiti massimi agli investimenti. Essa dovrà essere modificata a seguito dell'attuazione del decreto legislativo 6 febbraio 2007, n. 28, che ha recepito la direttiva CE 3 giugno 2003, n. 41. Quest'ultima stabilisce l'eliminazione o la graduale attenuazione di alcuni limiti quantitativi e la maggiore responsabilizzazione dei fondi nella gestione del patrimonio e nel controllo dei rischi. L'introduzione di tali modifiche dovrà essere accompagnata da un adeguamento degli assetti organizzativi degli operatori e da un rafforzamento del ruolo dell'Autorità di vigilanza.

Nonostante le recenti modifiche alla governance delle forme di previdenza complementare apportate dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, rimangono aspetti di criticità relativi alla definizione dei ruoli e delle competenze degli organi di amministrazione e controllo e alla composizione dei conflitti di interesse.

Con riferimento ai fondi pensione negoziali, la qualifica di responsabile, che ha compiti di supervisione dell'operato dell'organo esecutivo, può essere attribuita anche al direttore del fondo, dando luogo a possibili conflitti di interesse. D'altra parte, per quanto riguarda i fondi pensione aperti ad adesione collettiva, l'organismo di sorveglianza è di norma composto da due membri designati dai soggetti istitutori (banca, SGR, SIM o compagnia di assicurazione), mancando di rappresentatività rispetto agli iscritti.

Il mercato delle rendite vitalizie. – Mediante l'acquisto di una rendita vitalizia il risparmiatore può convertire il capitale accumulato durante la vita attiva in un flusso regolare di pagamenti per gli anni del pensionamento, trasferendo alla compagnia di assicurazione il rischio connesso con l'incertezza sulla propria longevità. Il risparmiatore può acquistare una rendita vitalizia rivolgendosi direttamente a una compagnia di assicurazione oppure nell'ambito di apposite convenzioni stipulate con le assicurazioni dai fondi pensione. Sulla base delle norme attuali, al momento del pensionamento gli iscritti ai fondi pensione devono convertire, salvo eccezioni, almeno il 50 per cento del capitale maturato in una rendita vitalizia.

Le rendite vitalizie connesse con la previdenza complementare sono in Italia di entità limitata, poiché i nuovi fondi pensione non sono ancora entrati pienamente nella fase di erogazione delle prestazioni. Anche il mercato delle rendite vitalizie individuali è assai poco sviluppato. Scarsa è la domanda per tali strumenti dal momento che il pilastro pubblico a ripartizione ha finora garantito prestazioni pensionistiche relativamente generose. Un effetto di scoraggiamento può anche derivare dalla difficoltà di valutare la convenienza del prodotto che si acquista.

Sul mercato italiano vengono offerte differenti tipologie di rendite vitalizie, con prestazioni tipicamente collegate al rendimento di una gestione separata di valori mobiliari. I prodotti si differenziano, tra l'altro: a) per le modalità con cui si versa il premio assicurativo (in più rate, ovvero in unica soluzione); b) per il momento in cui il trattamento inizia a essere erogato (subito dopo il versamento del premio o differito a un momento successivo); c) per la reversibilità del trattamento in caso di morte del beneficiario. Da un'indagine condotta presso 10 compagnie di assicurazione operanti sul mercato italiano risulta che, a fronte di un capitale iniziale di 100.000 euro, l'importo iniziale medio di una rendita rivalutabile per un uomo di 65 anni risulta pari a circa 480 euro mensili. Se si considerano i prodotti che offrono la reversibilità del trattamento, l'importo medio scende a circa 350 euro. La dispersione degli importi offerti dalle diverse compagnie incluse nell'indagine è relativamente contenuta.

17. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI

L'attività delle banche italiane nel 2007 è stata condizionata dall'aumento dei tassi ufficiali, proseguito fino al mese di giugno e, nella seconda parte dell'anno, dalla crisi innescata dai mutui ad alto rischio statunitensi (*subprime*). L'esposizione complessiva delle banche italiane, sia diretta sia indiretta, in attività finanziarie riconducibili ai *subprime* è risultata modesta (cfr. il capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*); le turbolenze sui mercati finanziari hanno inciso sul costo e sulla composizione della raccolta. Più contenuti sono stati gli effetti del peggioramento ciclico.

Il rapporto tra prestiti bancari e prodotto è salito di cinque punti, al 109 per cento. La crescita del credito alle imprese e alle famiglie si è mantenuta su ritmi molto sostenuti; i tassi d'insolvenza sono rimasti stabili sui bassi valori registrati negli ultimi otto anni. Il rallentamento delle transazioni sul mercato immobiliare (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) ha avuto conseguenze limitate, rintracciabili soprattutto nel calo del tasso di crescita dei prestiti alle imprese del settore delle costruzioni e a quelle che svolgono attività di intermediazione. L'ammontare di nuovi mutui erogati alle famiglie è ancora lievemente cresciuto rispetto al valore molto elevato del 2006.

Le informazioni raccolte presso i gruppi bancari italiani partecipanti alla *Bank Lending Survey* dell'Eurosistema indicano che nella seconda metà del 2007 le condizioni di offerta del credito sono state improntate a criteri moderatamente più restrittivi nei confronti delle imprese, con un aumento dei margini soprattutto per quelle più rischiose. Nei primi mesi del 2008 gli intermediari hanno segnalato un ulteriore inasprimento nelle condizioni di offerta per le imprese e una restrizione anche di quelle relative alla concessione di mutui alle famiglie.

Lo spostamento della curva dei rendimenti a termine ha reso maggiormente convenienti per le famiglie gli strumenti d'investimento del risparmio a più lunga scadenza, comprimendo la domanda di depositi. Dall'estate, il forte calo della domanda sui mercati internazionali dei titoli di debito emessi da privati e l'aumento dei premi per il rischio hanno reso particolarmente difficile e onerosa la provvista obbligazionaria all'ingrosso anche per le banche italiane. Si sono intensificate le emissioni sul mercato interno, anche con tassi d'interesse più favorevoli per la clientela rispetto al passato. Nel complesso il costo unitario della provvista è aumentato di 0,8 punti percentuali.

Nel 2007 il rendimento del capitale e delle riserve delle banche operanti in Italia, calcolato sulla base dei bilanci non consolidati a livello di gruppo, si è ridotto di 2,3 punti percentuali, al 9,5 per cento, dopo essere cresciuto ininterrottamente dal 2002. Il calo del rendimento del capitale è ascrivibile a una modesta crescita degli utili, determinata in parte dalle turbolenze sui mercati finanziari, e all'aumento delle risorse patrimoniali.

Le attività

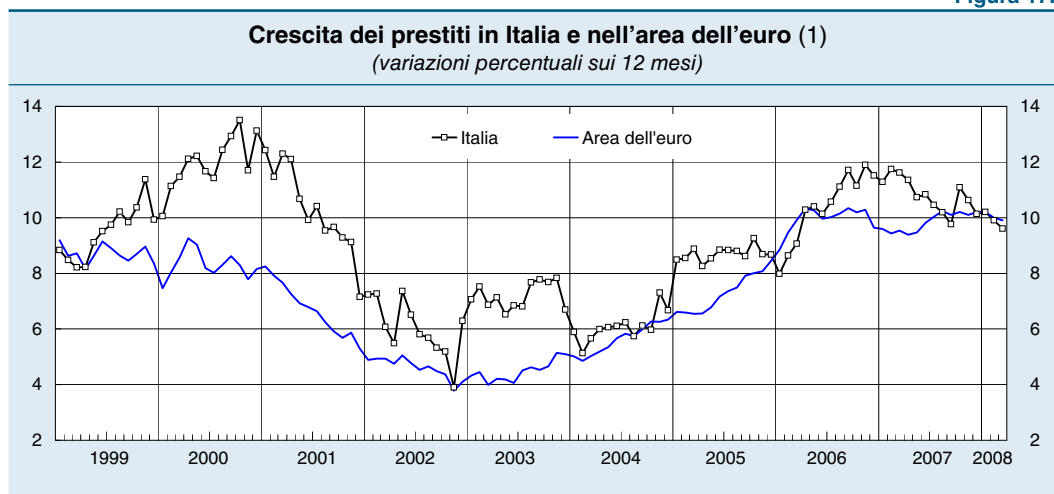
I prestiti. – Nel corso del 2007 i prestiti delle banche italiane a residenti sono cresciuti del 10,1 per cento (tav. 17.1), un valore analogo a quello osservato nell'area dell'euro (fig. 17.1). Rispetto all'anno precedente, il credito bancario in Italia ha registrato un lieve rallentamento, riflettendo in parte gli effetti contabili derivanti dalla cessione di prestiti e in parte il ritmo più moderato dei finanziamenti al settore delle famiglie. Si è invece mantenuta molto elevata la domanda di prestiti proveniente dal settore delle imprese, soprattutto nella componente a medio e a lungo termine. Nel primo trimestre del 2008 la decelerazione dei prestiti ha interessato anche le imprese.

Tavola 17.1

Principali voci di bilancio delle banche (1) (dati di fine periodo)									
VOCI	Variazioni percentuali								Consistenze (milioni di euro)
	Sui 12 mesi			Sul trimestre precedente in ragione d'anno (2)					
	Dic. 2006	Dic. 2007	Mar. 2008	2007				2008	
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Attività									
Titoli	5,3	7,3	18,8	3,0	8,7	-18,0	43,6	55,0	236.833
di cui: <i>titoli di Stato</i>	3,8	-1,0	-1,6	5,9	3,1	-31,2	29,1	2,4	114.393
Prestiti	11,5	10,1	9,6	11,5	9,3	8,2	11,8	9,7	1.678.166
di cui (3):									
<i>a breve termine (a)</i>	10,5	8,1	11,2	6,5	6,0	10,4	10,7	19,2	516.963
<i>a medio e a lungo termine (b)</i>	11,6	11,7	10,1	11,2	12,1	11,2	12,4	5,1	936.347
<i>(a)+(b)</i>	11,2	10,4	10,6	9,4	9,9	10,9	11,8	10,2	1.453.310
<i>sofferenze (4)</i>	3,8	1,1	1,5	8,9	2,0	4,3	-10,0	11,0	47.434
Attività sull'estero	19,8	12,6	6,5	38,5	25,1	2,4	-9,5	11,2	375.498
Passività									
Raccolta complessiva	13,2	11,1	10,4	15,6	17,3	2,1	10,6	11,8	2.169.762
Depositi da residenti in Italia (5)	8,3	4,2	5,5	5,9	2,2	2,4	7,9	9,3	1.045.218
di cui (6):									
<i>in conto corrente</i>	6,7	2,9	4,4	1,5	4,4	4,6	1,5	7,1	647.499
<i>con durata prestabilita</i>	9,8	14,3	23,7	-8,6	6,6	18,8	47,3	25,3	51.031
<i>rimborsabili con preavviso</i>	-0,8	-0,5	2,4	-3,1	-4,9	-1,9	15,0	8,7	227.821
<i>pronti contro termine</i>	29,4	12,1	4,6	55,6	-9,3	-12,0	27,9	15,7	105.342
Obbligazioni (7)	12,5	11,9	14,7	13,1	12,3	7,0	15,5	24,8	618.054
Passività all'estero	25,6	22,9	13,4	40,4	57,1	-3,6	7,2	1,8	506.490

(1) I dati di marzo 2008 sono provvisori. A partire dallo scorso ottobre i dati, dove non diversamente specificato, comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. 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) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) I dati relativi alle consistenze sono al netto dell'ammontare dei prestiti erogati dalla Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a 18 mesi. – (4) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (5) Depositi nei confronti di clientela residente in Italia diversa da IFM. – (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali. – (7) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti.

Figura 17.1



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Le variazioni percentuali 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*.

A fronte di un rallentamento dei prestiti concessi dalle banche appartenenti ai gruppi di maggiori dimensioni, i finanziamenti delle banche locali ("piccole" e "minori" nella classificazione della Banca d'Italia, escluse quelle appartenenti a gruppi e le filiali di banche estere; cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Banche) hanno continuato a crescere a un ritmo molto elevato. Nel 2007 è stata particolarmente vivace anche l'attività delle filiali di banche estere, la cui quota di mercato è cresciuta dal 6,1 al 7,1 per cento, soprattutto nell'intermediazione di finanziamenti ai grandi gruppi industriali.

Nell'ultimo decennio gli intermediari di maggiore dimensione, impegnati in complessi processi di ristrutturazione, hanno avuto problemi nell'individuare modelli organizzativi efficaci per soddisfare la domanda proveniente dal sistema produttivo; le difficoltà si sono riflesse in forti perdite di quote di mercato. Alla fine del 2007, con riferimento ai prestiti alle imprese, la quota di mercato delle banche incluse nei 10 principali gruppi creditizi era pari al 64 per cento, 14 punti percentuali in meno di quella che le stesse banche detenevano nel 1997. Ne hanno beneficiato le banche più piccole (banche di credito cooperativo, banche popolari, ex casse di risparmio e banche locali) con forte radicamento territoriale, in grado di sfruttare i vantaggi derivanti dalla conoscenza delle economie locali.

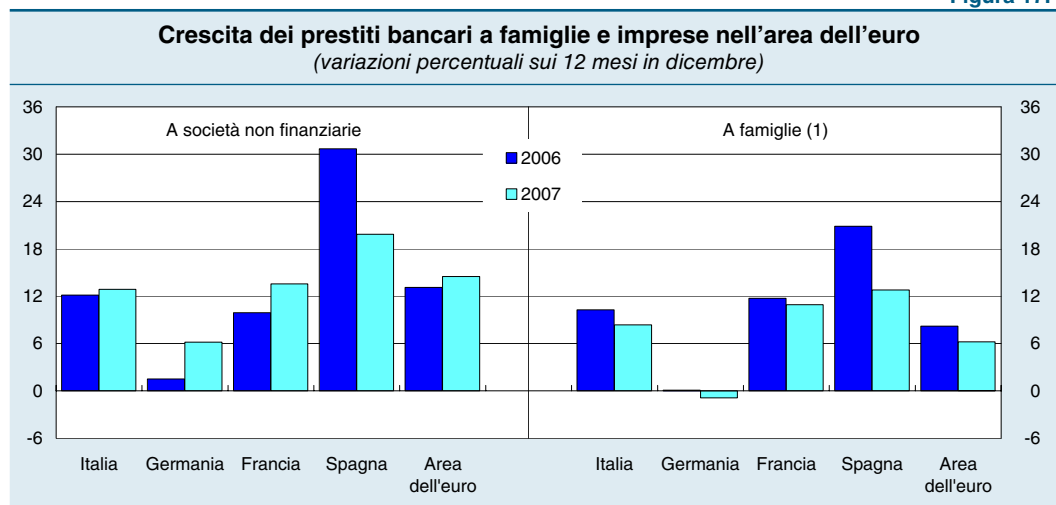
È stato significativo anche lo sviluppo delle filiali di banche estere, il cui peso nel mercato del credito è cresciuto, sia per l'espansione dell'attività di quelle già presenti nel nostro paese alla metà degli anni novanta, sia per l'ingresso di nuovi intermediari. La loro quota di mercato è aumentata negli ultimi dieci anni dall'1,7 al 6,6 per cento dei prestiti alle imprese e dallo 0,8 al 4,6 per cento di quelli alle famiglie.

I prestiti alle imprese. – Nel corso del 2007, in una fase caratterizzata da un basso livello dell'autofinanziamento (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*), i prestiti alle società non finanziarie hanno continuato ad aumentare rapidamente (12,9 per cento; fig. 17.2).

Come nel 2006, la crescita dei finanziamenti alle aziende con almeno 20 addetti è rimasta sostenuta (13,6 per cento; fig. 17.3). Nella prima parte dell'anno l'espansione dei prestiti alle imprese di maggiore dimensione, diffusa tra tutti i principali settori, ha contribuito a finanziare numerose operazioni di trasferimento del controllo proprietario; nel secondo semestre ha riflesso principalmente il finanziamento di una operazione di acquisizione che ha interessato il comparto dell'energia. Il credito alle imprese di

minore dimensione ha continuato a crescere a ritmi marcatamente più contenuti su valori analoghi a quelli registrati nel 2006 (6,4 per cento).

Figura 17.2



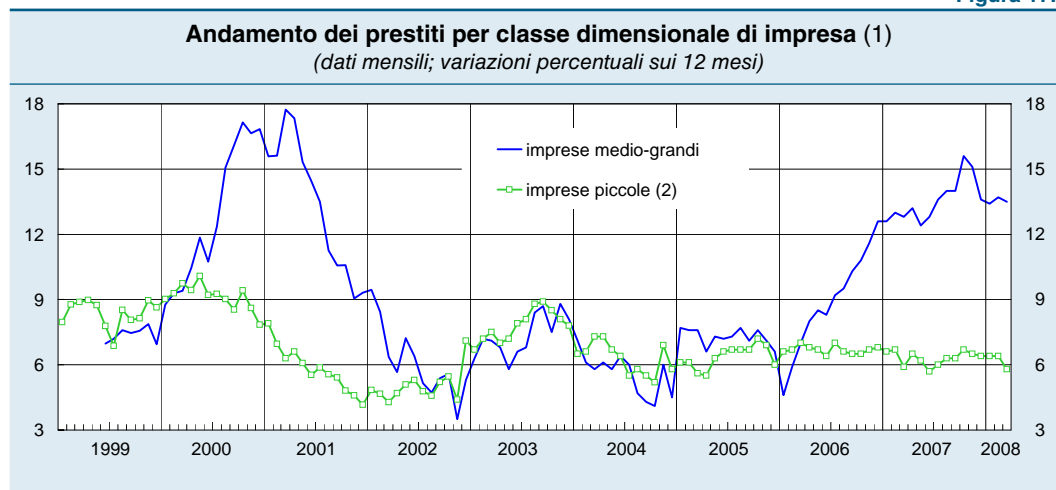
Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici. Per le definizioni cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

Negli ultimi anni il numero delle ditte individuali operanti in Italia il cui titolare è nato in paesi non appartenenti all'Unione europea è aumentato considerevolmente. Secondo i dati di Unioncamere le ditte individuali costituite da immigrati sono passate tra il 2001 e il 2007 da 110.000 a 225.000. I dati tratti dalla Centrale dei rischi a giugno del 2007, relativi a un campione di oltre 20.000 ditte individuali il cui titolare sia immigrato, indicano che 521 intermediari, tra banche e società finanziarie ex art. 107 del TUB, avevano erogato finanziamenti a queste imprese; le banche di medie e grandi dimensioni e le filiali di banche estere risultano maggiormente attive in tale segmento di mercato.

Il costo del credito in conto corrente per queste aziende è più elevato rispetto a quelle il cui titolare è italiano, a prescindere dalla dimensione della banca finanziatrice. Stime econometriche preliminari indicano che il differenziale di costo tende a ridursi con il proseguimento nel tempo della relazione con il sistema bancario. Ciò rifletterebbe una maggiore difficoltà iniziale nella valutazione del merito di credito delle aziende il cui titolare è immigrato, che si attenua con l'acquisizione di ulteriori informazioni sulla qualità del debitore.

Figura 17.3



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Nel settore manifatturiero i prestiti sono aumentati nel corso del 2007 del 6,6 per cento, come nell'anno precedente (tav. 17.2). La crescita del credito è stata relativamente più forte per le imprese dei comparti dei prodotti in metallo, delle macchine agricole e industriali e dei mezzi di trasporto, nei quali la produzione e gli investimenti hanno registrato una dinamica relativamente più sostenuta (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Tavola 17.2

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)											
(variazioni percentuali sui 12 mesi)											
PERIODI	Ammini- strazioni pubbli- che	Società finan- ziarie e assicu- rative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consu- matrici	Indu- stria manifat- turiera	Costru- zioni	Servizi			
Centro Nord											
2006 –dic.	4,9	15,4	10,7	5,1	7,2	10,0	10,4	5,7	14,3	12,4	10,7
2007 –mar.	4,8	13,7	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
giu.	4,8	9,8	11,5	4,2	5,5	8,1	10,9	5,7	14,7	10,5	9,8
set.	-0,1	7,7	12,7	5,5	5,7	8,5	12,1	7,1	15,3	12,1	10,1
dic.	7,9	5,6	13,2	6,8	5,2	8,2	12,4	6,5	13,5	11,1	10,6
2008 –mar.	6,0	14,2	13,1	7,1	3,9	5,3	12,2	8,6	13,3	10,6	11,0
Mezzogiorno											
2006 –dic.	-3,0	-22,3	19,9	9,6	10,1	13,1	18,1	12,5	20,5	22,2	13,9
2007 –mar.	-9,5	-1,7	17,2	9,0	9,6	12,7	15,8	13,8	21,2	18,1	12,9
giu.	2,5	4,4	15,4	9,4	9,2	12,0	14,3	11,3	20,9	16,2	12,6
set.	-3,8	-4,8	16,3	10,4	8,9	12,2	14,9	12,4	21,3	16,4	12,6
dic.	-3,6	-7,0	10,8	9,8	6,6	10,5	10,1	7,3	18,5	9,7	9,2
2008 –mar.	0,7	-3,8	11,0	9,7	5,0	6,0	9,9	6,1	17,5	9,5	7,9
ITALIA											
2006 –dic.	3,7	14,1	11,8	5,7	7,9	10,7	11,4	6,5	15,3	13,7	11,2
2007 –mar.	2,5	13,2	11,8	4,8	7,1	9,4	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
giu.	4,4	9,7	12,0	5,0	6,4	9,0	11,4	6,4	15,7	11,2	10,2
set.	-0,7	7,4	13,1	6,1	6,5	9,3	12,4	7,7	16,3	12,7	10,4
dic.	6,4	5,3	12,9	7,2	5,5	8,7	12,1	6,6	14,4	10,9	10,4
2008 –mar.	5,4	13,7	12,8	7,5	4,2	5,5	11,9	8,3	14,0	10,5	10,6

(1) I dati di marzo 2008 sono provvisori. A partire dallo scorso ottobre i dati comprendono le segnalazioni della Cassa depositi e prestiti spa. I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (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 numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

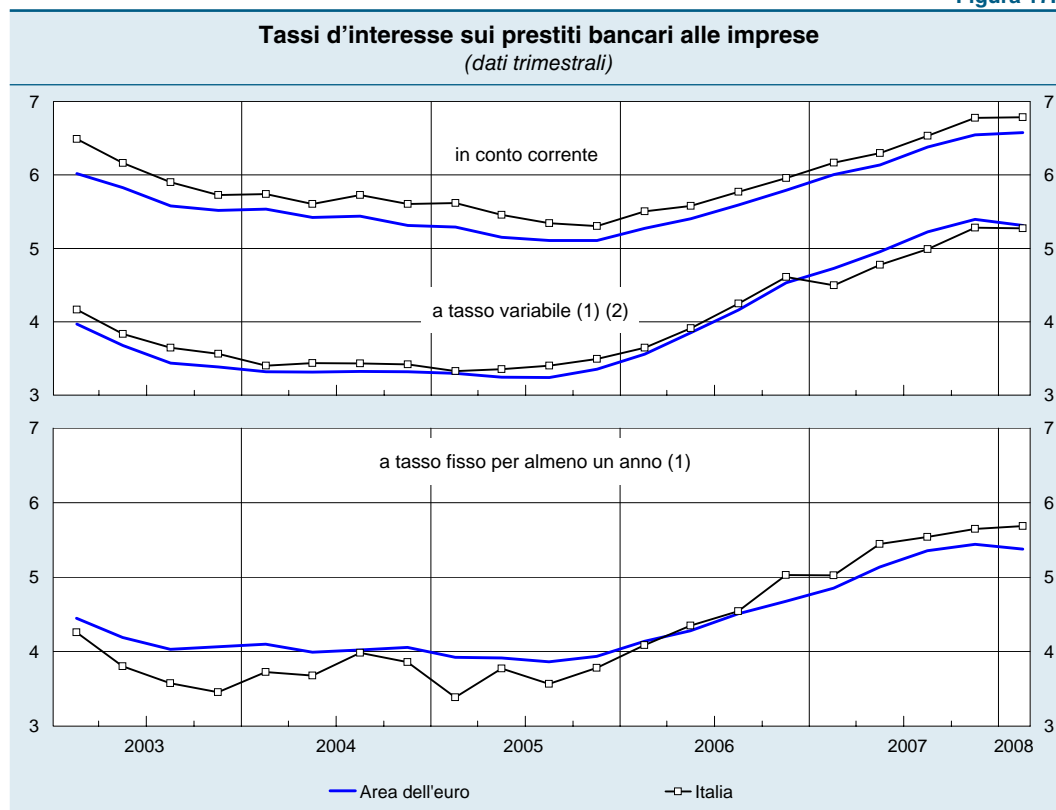
Il rallentamento del mercato immobiliare si è riflesso sulla crescita del credito ad alcune categorie d'impresa. Pur mantenendosi su ritmi di espansione elevati, il credito alle imprese delle costruzioni ha registrato, nell'ultima parte dell'anno, una dinamica più contenuta. La decelerazione dei prestiti a imprese che offrono servizi di intermediazione immobiliare è stata più intensa e contribuisce in larga misura a spiegare il calo del tasso di crescita dei finanziamenti al settore dei servizi.

Dal 2001, quando si è avviata la fase di forte crescita dei prezzi degli immobili, il rapporto tra il credito alle aziende connesse con il settore immobiliare (imprese manifatturiere operanti nel comparto dei materiali per l'edilizia, imprese di costruzioni e dei servizi di intermediazione immobiliare e di locazione) e il totale dei finanziamenti alle imprese è salito di oltre 5 punti percentuali, raggiungendo il 17 per cento alla fine del 2007. Per un quarto delle banche, a cui si riconduce però solo il 13 per cento del totale dei prestiti alle imprese, l'esposizione ai rischi connessi con l'andamento del mercato immobiliare è superiore al 34 per cento.

L'espansione del credito bancario alle imprese nel Mezzogiorno, molto sostenuta nel triennio 2004-06, si è progressivamente allineata a quella nelle altre aree del Paese. Differenze significative permangono soltanto per i prestiti alle aziende delle costruzioni, che continuano a crescere nelle regioni meridionali a ritmi molto più rapidi che al Centro Nord (cfr. il capitolo 11: *L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali*).

Nel 2007 i tassi d'interesse sui prestiti alle imprese hanno continuato a salire riflettendo, con la consueta gradualità nell'aggiustamento, l'incremento di quelli ufficiali (fig. 17.4). Le variazioni del costo dei finanziamenti bancari per le imprese italiane risultano allineate a quelle medie dell'area dell'euro. I tassi sui nuovi prestiti diversi da quelli in conto corrente sono saliti al 5,5 per cento, quelli sulle esposizioni in conto corrente al 6,8 per cento.

Figura 17.4



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Nuove operazioni. - (2) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno. Per le definizioni cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La qualità del credito alle imprese italiane è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2006, in linea con i valori registrati dalla fine degli anni novanta: il flusso delle nuove sofferenze in rapporto ai prestiti in essere è stato pari all'1,0 per cento (1,1 nel 2006).

La debolezza dell'attuale fase ciclica e l'elevata esposizione al rischio di variazioni di tasso d'interesse potrebbero in futuro tradursi in un aumento del tasso di insolvenza delle imprese. In termini di consistenze, alla fine del 2007 la quota di credito a medio e a lungo termine indicizzato ai tassi di mercato era pari all'84 per cento. L'insieme dei prestiti a breve termine e di quelli a medio e a lungo termine indicizzati rappresenta circa il 90 per cento del credito alle imprese. L'esposizione al rischio di tasso è ancora più elevata per il settore delle costruzioni.

Dati comparabili, disponibili solo per le erogazioni, indicano che le imprese italiane sono più esposte di quelle dell'area dell'euro al rischio di tasso. In rapporto alle erogazioni complessive dell'anno, la quota di prestiti a tasso variabile o fisso fino a un anno era pari nel 2007 al 95 per cento in Italia, a fronte dell'88 nell'area. Tra il 2003 e il 2006 tale quota è salita dall'87 al 94 per cento in Italia, dall'84 all'87 per cento nell'area.

I prestiti alle famiglie. – Nel corso del 2007 i prestiti alle famiglie consumatrici hanno registrato un rallentamento rispetto all'anno precedente, sebbene siano aumentati a un ritmo ancora sostenuto (8,7 contro il 10,7 per cento nel 2006); se si tiene conto anche dell'ammontare dei crediti usciti dai bilanci bancari per effetto di cessioni il rallentamento si attenua, dal 13,7 al 12,9 per cento. Gli effetti del raffreddamento del mercato immobiliare sono stati finora contenuti.

A seguito delle turbolenze sui mercati finanziari iniziate nell'estate non sono emersi segnali di un peggioramento significativo delle condizioni di offerta di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il volume dei nuovi mutui erogati è stato simile nei due semestri del 2007; nell'intero anno è stato pari a 62,7 miliardi di euro, il valore più elevato dell'ultimo decennio, leggermente superiore a quello registrato nel 2006.

Negli ultimi due anni il peso dei nuovi prestiti a tasso variabile sul totale delle nuove erogazioni di finanziamenti alle famiglie per acquisto di abitazioni è diminuito di 37 punti percentuali, convergendo al valore medio dell'area dell'euro (43 per cento). Tuttavia, l'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile erogata negli anni passati fa sì che l'esposizione delle famiglie italiane ai rischi derivanti dalle variazioni dei tassi di mercato rimanga più alta rispetto alla media europea. In termini di consistenze, i mutui a tasso variabile alla fine del 2007 rappresentavano ancora il 72 per cento dei mutui complessivi.

Il rialzo dei tassi d'interesse ha indotto una parte dei debitori, che avevano sottoscritto mutui a tassi indicizzati quando i rendimenti del mercato monetario erano particolarmente bassi, a chiedere alle banche una revisione delle condizioni, avvalendosi delle nuove norme in materia di estinzione anticipata e di portabilità dei mutui (cfr. il capitolo 22: L'azione di Vigilanza). Secondo un'indagine condotta dai Nuclei per la ricerca economica presso le Filiali della Banca d'Italia su un campione di banche rappresentativo delle condizioni di offerta nel mercato del credito, nel 2007 oltre l'80 per cento degli intermediari ha dichiarato di aver rinegoziato le condizioni contrattuali (ad esempio il tasso d'interesse, la durata o il piano di ammortamento) di mutui ipotecari sottoscritti dalle famiglie. L'ammontare delle rinegozziazioni ha interessato circa il 3 per cento del totale dei mutui in essere; di questi circa un decimo fa capo a mutuatari che hanno manifestato difficoltà di rimborso. Il 58 per cento delle banche intervistate ha inoltre indicato di aver offerto mutui ipotecari in sostituzione di contratti precedentemente sottoscritti presso altri intermediari. Si può stimare che l'ammontare dei mutui di sostituzione sia stato prossimo all'1 per cento di quelli in essere.

Nel 2007 il tasso d'interesse sulle nuove erogazioni di mutui a tasso variabile è cresciuto di otto decimi di punto, al 5,5 per cento; nell'area dell'euro si è registrato un aumento analogo, al 5,3 per cento. La crescita riflette il graduale adeguamento dei tassi bancari all'aumento di quelli ufficiali: dalla fine del 2005, con l'avvio della fase restrittiva

di politica monetaria, i tassi di riferimento sono cresciuti di 2 punti percentuali, quelli sui prestiti per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile di 1,9 punti. Nel concedere nuovi mutui le banche non hanno interamente traslato sulla clientela i rialzi registrati sui mercati monetari a seguito della crisi; nella media dell'anno il differenziale tra il tasso Euribor a un mese e quello richiesto sui mutui a tasso variabile si è ridotto di 15 punti base. L'aumento del costo dei finanziamenti a tasso fisso per almeno 10 anni è stato di sei decimi di punto (al 5,9 per cento, contro il 5,2 nell'area) e ha riflesso sia l'aumento del costo della raccolta sia l'accresciuta preferenza delle famiglie per questa tipologia di finanziamento.

In Italia il costo dei mutui, sia a tasso variabile sia a tasso fisso, è maggiore che nel resto dell'area dell'euro. Per i finanziamenti a tasso fisso il differenziale, ampliatosi nel corso degli ultimi anni fino a oltre un punto percentuale nell'agosto del 2006, si è ridotto a sette decimi di punto alla fine del 2007. Tale andamento riflette in parte un aumento della concorrenza in questo segmento di mercato, in un contesto di crescita della domanda: tra il 2005 e il 2007 il numero di intermediari che hanno erogato mutui a tasso fisso è cresciuto di 70 unità, a 445 banche. Ulteriori riduzioni del differenziale potrebbero derivare dall'emissione di *covered bonds*, disciplinata dalla normativa emanata nel maggio del 2007. Il ricorso a tale forma di provvista permetterebbe alle banche italiane di ridurre i costi della raccolta e di aumentare la corrispondenza tra le scadenze delle poste dell'attivo e del passivo. Tuttavia, nello scorso anno, le banche italiane non hanno effettuato emissioni di questa tipologia di titoli, anche a causa delle turbolenze sui mercati finanziari.

Nel 2007 il credito al consumo concesso da banche e società finanziarie vigilate, sebbene in rallentamento rispetto al 2006, è aumentato in misura considerevole (13,8 per cento; tav. 17.3).

Tavola 17.3

Credito alle famiglie (1)					
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente			Consistenze 2007 (2)	Quote sul totale
	2005	2006	2007 (2)		
Prestiti per l'acquisto di abitazioni					
Totale	18,0	12,3	8,9	243.155	100,0
<i>fino a 5 anni</i>	-0,7	-19,8	-11,0	1.106	0,5
<i>oltre 5 anni</i>	18,2	12,6	9,0	242.049	99,5
Credito al consumo					
Totale	19,4	17,9	13,8	97.044	100,0
di cui: <i>carte di credito</i>	21,8	12,5	7,8	12.336	12,7
<i>per l'acquisto di veicoli</i>	15,3	16,2	10,7	33.130	34,1
Banche	17,2	12,7	5,4	49.790	51,3
di cui: <i>carte di credito</i>	28,8	12,1	8,0	5.054	5,2
<i>per l'acquisto di veicoli</i>	19,5	14,5	-0,8	13.652	14,1
Società finanziarie	22,5	25,1	24,2	47.254	48,7
di cui: <i>carte di credito</i>	17,4	12,7	7,6	7.282	7,5
<i>per l'acquisto di veicoli</i>	11,9	17,7	18,5	19.478	20,1
Altri prestiti					
Totale	4,2	3,6	11,1	63.093	100,0

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

Il TAEG sulle nuove erogazioni di credito al consumo concesse dalle banche, in discesa dall'agosto del 2006, è tornato a salire lievemente dall'estate del 2007, giungendo nel marzo scorso al 9,7 per cento (fig. 17.5). Il divario rispetto all'analogo tasso osservato in media nell'area dell'euro, pari a oltre due punti percentuali alla fine del 2006, si è ridotto di nove decimi di punto.

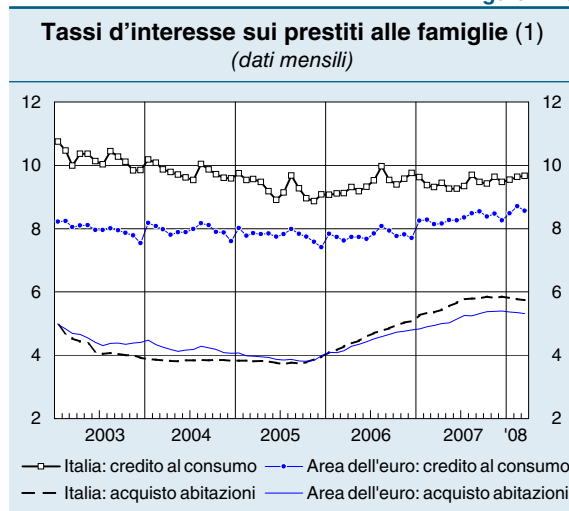
Il maggiore costo del credito al consumo nel nostro paese è attribuibile a diversi fattori strutturali: la presenza di intermediari, ai quali fa capo una significativa quota di mercato, specializzati nell'erogazione di finanziamenti attraverso esercizi commerciali convenzionati che usualmente percepiscono commissioni addizionali; la minore incidenza dei finanziamenti personali, che sono mediamente meno onerosi del credito finalizzato; l'ancora ridotta dimensione del mercato, che non consente di sfruttare appieno le economie di scala (cfr. il capitolo 14: Gli intermediari creditizi nella Relazione sull'anno 2006).

Un'analisi basata sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie per l'anno 2006 indica che i tassi sul credito al consumo sono solo moderatamente influenzati da variabili che approssimano il rischio specifico della famiglia, quali il reddito e la ricchezza netta, lo stato civile del capofamiglia, nonché la sua età, istruzione e tipo di occupazione. Alcuni di questi indicatori di rischio specifico risultano essere più rilevanti nel determinare la probabilità di accedere al mercato del credito al consumo. Il tasso d'interesse sulle operazioni di credito al consumo dipende principalmente dall'area geografica di residenza della famiglia, che coglie elementi di rischio legati al contesto socioeconomico, piuttosto che rischi specifici dell'affidato.

Nel 2007 la qualità del credito alle famiglie è rimasta elevata; il rapporto tra le nuove sofferenze e i prestiti in essere è stato pari allo 0,8 per cento, come nel 2006. L'evoluzione del mercato dei mutui immobiliari negli ultimi anni potrebbe aver accresciuto il grado di fragilità finanziaria delle famiglie, in particolare nelle fasce di reddito più basse, senza tuttavia riflettersi ancora in un aumento dei prestiti in sofferenza.

La crescita dei prezzi degli immobili e del rapporto fra il valore dei prestiti e quello delle garanzie si è tradotta in un incremento dell'importo medio dei nuovi mutui; secondo i dati rilevati dalla Centrale dei rischi, soggetti alla soglia di censimento di 75.000 euro, tra il 2004 e il 2007 tale valore è salito da 125.000 a 140.000 euro. L'aumento dei tassi d'interesse, avviatosi alla fine del 2005, in presenza dell'ampia quota di indebitamento a tasso variabile si è riflesso in un rapido incremento degli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Un'analisi dei mutui alle famiglie concessi nel periodo 2004-06 censiti nella Centrale dei rischi indica che nel quadriennio terminante nel 2007 il 3,5 per cento dei clienti ha registrato almeno un ritardo nel pagamento delle rate e che l'1,5 per cento è stato censito come sofferenza o

Figura 17.5



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) TAEG sulle nuove operazioni. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

incaglio. In un contesto caratterizzato da tassi d'interesse crescenti, la percentuale di ritardi nei pagamenti è stata pari al 3,8 per cento per i mutui a tasso variabile, contro l'1,8 per quelli a tasso fisso.

I titoli. – Alla fine del 2007 il valore dei titoli di debito emessi da soggetti residenti in Italia e all'estero detenuti dalle banche (escludendo la Cassa depositi e prestiti) ammontava a 287 miliardi di euro. Tale valore risultava più elevato di 23 miliardi rispetto al 2006, ma inferiore a quello registrato alla fine del primo semestre (-4 miliardi). La riduzione nella seconda metà dell'anno ha riguardato esclusivamente i titoli di Stato, la cui quota sul totale del portafoglio è scesa dal 49,5 al 42,9 per cento. Vi ha contribuito la forte domanda di questi titoli proveniente dalle famiglie, assecondata dalle banche. Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli diversi dalle azioni) e l'aggregato che le comprende insieme con i prestiti è rimasto sostanzialmente stabile al 15,6 per cento. Considerando solamente i titoli di Stato tale rapporto si è invece ridotto di cinque decimi di punto, al 7,7 per cento.

Le passività

Nel 2007 la raccolta complessiva - depositi da clientela ordinaria residente in Italia, obbligazioni e provvista sull'estero - del sistema bancario italiano è aumentata dell'11,1 per cento, segnando un rallentamento rispetto all'anno precedente (13,2 per cento).

I depositi. – Il tasso di crescita dei depositi da clientela ordinaria residente in Italia, che rappresentano quasi la metà della raccolta complessiva, è sceso al 4,2 per cento dall'8,3 del 2006, risentendo sia del calo degli investimenti finanziari delle famiglie, sia di una riallocazione dei portafogli in favore dei titoli, che offrivano un rendimento più elevato. Il rallentamento ha interessato soprattutto la componente dei conti correnti, penalizzati dall'aumento del costo opportunità di detenere attività liquide (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Il tasso d'interesse corrisposto in media dalle banche italiane sui depositi in conto corrente è salito di cinque decimi di punto, all'1,7 per cento; al netto dell'imposizione fiscale, il differenziale con il rendimento all'emissione dei BOT, negativo, si è ampliato nella media dell'anno di quattro decimi di punto.

L'andamento dei depositi in Italia contrasta con quello registrato nell'area dell'euro, dove la decelerazione delle passività a vista è stata più che compensata dalla crescita di quelle con durata prestabilita. La sostituzione da parte delle famiglie europee di depositi in conto corrente con depositi a più lungo termine è resa possibile dall'ampia offerta di questi strumenti finanziari, tra cui vi sono piani di accumulo finalizzati all'acquisto di abitazioni e depositi con rendimenti legati alla durata o all'andamento di indici di mercato. Nell'area dell'euro i depositi con durata prestabilita rappresentano il 42,3 per cento dei depositi bancari, in Italia soltanto il 4,9.

In Italia, la scarsa diffusione dei depositi con durata prestabilita è ascrivibile alle distorsioni determinate dal regime di tassazione degli interessi, in vigore dal 1996, che penalizza i depositi a termine rispetto ai titoli di durata simile.

Le obbligazioni. – La raccolta obbligazionaria delle banche italiane, cresciuta nell'anno dell'11,9 per cento (12,5 nel 2006), è stata influenzata, soprattutto nella composizione dei sottoscrittori, dalla crisi finanziaria innescata dai mutui ad alto rischio.

Nel secondo semestre si è fortemente ridotta la capacità delle banche di reperire fondi sui mercati internazionali: sull'euromercato le nuove emissioni obbligazionarie da parte di banche dell'area dell'euro sono state pari a 157 miliardi di euro a fronte dei 233 nel corrispondente periodo del 2006. Le difficoltà hanno coinvolto anche gli intermediari italiani, sebbene la loro esposizione complessiva nei confronti dei finanziamenti ad alto rischio americani fosse limitata. Tra giugno e dicembre i collocamenti di titoli delle banche italiane sull'euromercato sono stati pari a 12 miliardi, ben al di sotto dei 30 miliardi del secondo semestre del 2006. La riduzione ha interessato le banche di maggiore dimensione (le "maggiori" e "grandi" nella classificazione della Banca d'Italia, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Banche), per le quali il rapporto tra i collocamenti sull'euromercato e il totale delle emissioni lorde è sceso al 40,9 per cento, dal 61,1 dell'anno precedente; per il complesso del sistema bancario italiano il rapporto è passato dal 46,4 per cento nel 2006 al 30,3 nel 2007.

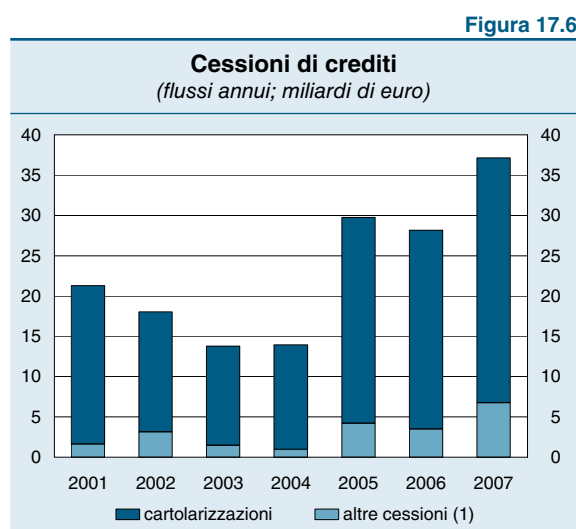
Successivamente all'unificazione monetaria le banche italiane hanno collocato un ammontare crescente di obbligazioni proprie presso banche e fondi comuni monetari (IFM) residenti in altri paesi dell'area dell'euro. In rapporto al totale dello stock emesso, le obbligazioni di banche italiane nel portafoglio delle IFM di altri paesi dell'area sono passate dal 5 per cento della fine del 1997 al 19 per cento alla fine del 2006, per poi scendere al 17 lo scorso dicembre in seguito alla riduzione da 123 a 105 miliardi di euro registrata nel secondo semestre.

Il rallentamento della raccolta obbligazionaria sui mercati internazionali è stato in larga misura compensato dai collocamenti effettuati in Italia, che hanno beneficiato anche della riduzione delle quote di fondi comuni sottoscritte dalle famiglie (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*). Le politiche di offerta delle banche sul mercato obbligazionario interno si sono riflesse in un aumento dei tassi d'interesse corrisposti. Il rendimento all'emissione delle obbligazioni a tasso variabile è cresciuto di 114 punti base, al 4,9 per cento; quello sulle nuove emissioni a tasso fisso di 69 punti base, al 4,4 per cento. Il differenziale tra la remunerazione delle nuove emissioni obbligazionarie a tasso variabile e quella dei CCT si è ampliato di oltre un decimo di punto. Il divario tra il rendimento delle nuove emissioni a tasso fisso e i BTP, storicamente negativo, si è ridotto da 40 a 10 punti base.

Il mercato dei depositi interbancari. – Il mutamento nella percezione del rischio da parte degli investitori, che ha fatto seguito alla crisi dei mutui *subprime* statunitensi, e l'incertezza sul rischio effettivo in capo ai principali gruppi bancari si sono riflessi anche sulla raccolta interbancaria cross-border. I depositi da banche e fondi comuni monetari esteri costituiscono oltre un quinto del totale della raccolta del sistema creditizio italiano. Nel secondo semestre del 2007 il tasso di crescita di questo aggregato si è ridotto, pur rimanendo su livelli elevati (25,8 per cento nel 2007, contro il 41,7 per cento nei dodici mesi terminanti a giugno). Nello stesso periodo si è registrata una contrazione dei depositi interbancari scambiati sull'e-Mid, il mercato telematico dei depositi monetari con scadenza da un giorno a un anno, unitamente a un significativo aumento della volatilità dei tassi d'interesse (cfr. il capitolo 19: *I sistemi di negoziazione e di regolamento dei titoli*). Dalle segnalazioni statistiche di

vigilanza, che consentono di avere informazioni sul complesso dei rapporti interbancari in essere alla fine di ciascun mese, si rileva tuttavia che il totale delle passività interbancarie tra banche residenti in Italia, sebbene in rallentamento dalla scorsa estate, continua a espandersi. Tale andamento potrebbe riflettere l'accresciuta propensione delle banche a scambiare liquidità attraverso transazioni bilaterali, che rimangono riservate, piuttosto che su mercati organizzati. Se si considera l'insieme dei rapporti, quelli regolati sul mercato telematico e quelli bilaterali, i mutamenti nella struttura del mercato interbancario interno sono stati limitati. Il numero medio di controparti per ciascuna banca debitrice è rimasto sostanzialmente invariato a circa 12 banche finanziatrici, così come il grado di concentrazione delle quantità depositate.

Le cessioni di crediti. – La smobilizzazione del portafoglio ha contribuito negli ultimi anni a finanziare la forte espansione dei prestiti delle banche italiane. In ciascun anno tra il 1999 e il 2006 in media sono state effettuate cessioni di crediti per 19 miliardi di euro, corrispondenti a circa il 7 per cento delle erogazioni di prestiti a medio e a lungo termine. Nonostante le difficoltà sui mercati internazionali, le transazioni nel mercato secondario del credito hanno interessato un volume di prestiti molto elevato anche nel 2007, pari a 37 miliardi di euro (28 miliardi nel 2006; fig. 17.6); l'ammontare di crediti ceduti dalle banche nel quarto trimestre è risultato maggiore rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.



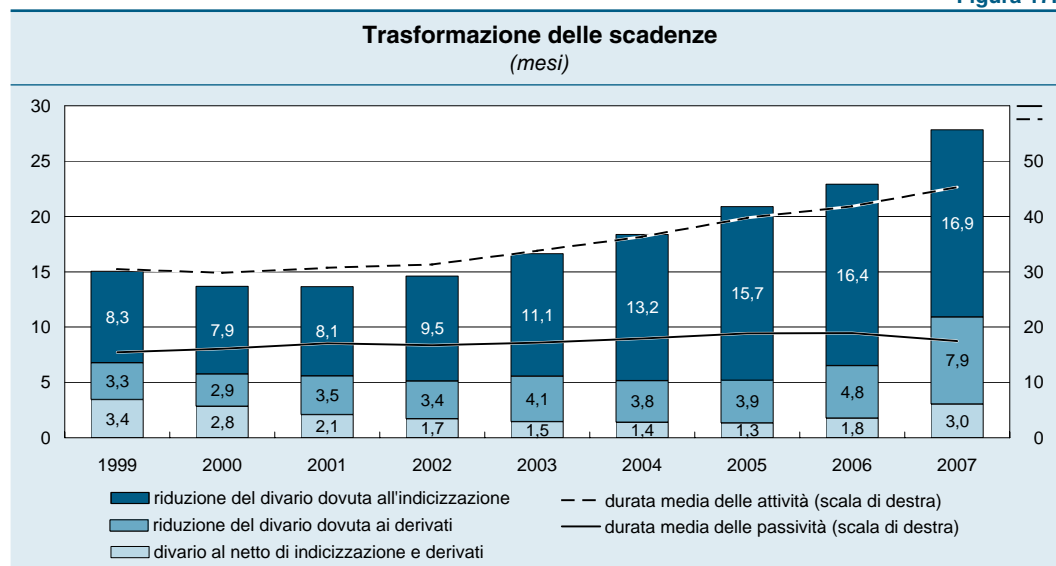
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Cessioni di prestiti pro soluto diverse dalle cartolarizzazioni.

Le difficoltà a collocare sul mercato i titoli emessi dalle società veicolo che intermediano le cartolarizzazioni hanno avuto due conseguenze. In primo luogo, è aumentata la quota di prestiti ceduti direttamente da banche ad altri intermediari non bancari (18 per cento, contro il 12 nel 2006), una tipologia di operazioni che avviene sulla base di accordi bilaterali tra cedente e cessionario e non ha come fine ultimo l'emissione sui mercati di titoli aventi come attività sottostante i crediti ceduti. In secondo luogo, una quota non trascurabile dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione è stata sottoscritta da banche appartenenti agli stessi gruppi che hanno ceduto i prestiti; in alcuni casi questi titoli sono stati utilizzati come garanzia stanziata a fronte di operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema (cfr. *Bollettino economico* n. 52, 2008).

La vita residua di attività e passività. – Il divario tra la vita media residua delle attività e quella delle passività in bilancio si è ampliato nel 2007 di 4,9 mesi, a 27,8 (fig. 17.7), riflettendo principalmente la più forte espansione dei prestiti a medio e a lungo termine rispetto a quelli a più breve scadenza. All'ampliamento del divario ha contribuito anche l'aumento della quota di obbligazioni con scadenza inferiore a due anni. La maggiore domanda di prestiti a medio e a lungo termine a tasso fisso ha comportato

un ampliamento anche del divario tra la durata finanziaria media delle attività e delle passività (a 4,4 mesi), misurata in base al tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, il divario si riduce a tre mesi (1,8 nel 2006).

Figura 17.7



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

I conti economici

In questo paragrafo viene condotta un'analisi aggregata dei conti economici non consolidati a livello di gruppo. I risultati consentono di valutare la redditività dell'industria bancaria italiana e differiscono da quelli relativi ai gruppi creditizi italiani, analizzati nel capitolo 20: *Gli intermediari e l'impatto della turbolenza finanziaria*, poiché escludono ricavi e costi delle società controllate diverse dalle banche e di quelle con sede all'estero; sono invece inclusi i risultati delle banche non appartenenti a gruppi e delle filiali di banche estere operanti in Italia. Il margine d'intermediazione approssima il contributo che l'industria bancaria italiana fornisce alla formazione del prodotto interno lordo.

Il margine d'interesse è aumentato del 7,3 per cento (10,5 nel 2006; tav. 17.4). Rispetto al 2006 sono cresciuti i costi sostenuti per acquistare copertura dai rischi derivanti dalle variazioni dei tassi d'interesse. Al netto di questa componente il saldo tra interessi attivi e passivi ha continuato a crescere a ritmi sostenuti (10,7 per cento) in seguito all'espansione dei fondi intermediati.

I proventi derivanti dall'attività di negoziazione hanno fortemente risentito delle turbolenze registrate sui mercati finanziari nella seconda metà del 2007, contraendosi del 40,7 per cento; nel 2006 i ricavi generati da questa fonte erano più che raddoppiati.

I ricavi da servizi sono rimasti sostanzialmente stabili, a fronte di un aumento del 4,6 per cento nel 2006. Il calo dei rendimenti azionari e l'incertezza sui mercati finanziari hanno comportato una minore domanda di servizi di gestione professionale del

Tavola 17.4

Conti economici delle banche italiane: formazione dell'utile (1)					
VOCI	2005	2006	2007	2006	2007
	In percentuale dei fondi intermediati			Variazioni percentuali (3)	
Margine d'interesse (a)	1,41	1,43	1,36	10,5	7,3
Altri ricavi netti (b) (2)	1,52	1,58	1,35	13,4 (10,7)	-3,3 (-4,4)
di cui: <i>negoiazione e valutazione al fair value</i>	0,10	0,19	0,10	102,3	-40,7
<i>servizi</i>	0,82	0,79	0,70	4,6	0,1
<i>dividendi e proventi assimilati (2)</i>	0,34	0,40	0,35	27,3 (16,7)	1,5 (-2,6)
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)	2,94	3,01	2,71	12,0 (10,6)	1,8 (1,4)
Costi operativi (d)	1,74	1,72	1,57	7,6	3,5
di cui: <i>per il personale bancario (3)</i>	0,93	0,92	0,87	8,0	7,0
Risultato di gestione (e=c-d) (2)	1,20	1,30	1,14	18,3 (15,2)	-0,6 (-1,8)
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f) (2)	0,31	0,27	0,30	-4,0	23,3
di cui: <i>su crediti</i>	0,18	0,17	0,17	1,9	16,6
Proventi straordinari (g)	0,03	0,06	0,18	139,0	217,5
Utile lordo (h=e-f+g) (2)	0,92	1,09	1,02	29,6 (26,5)	6,0 (5,4)
Imposte (i)	0,26	0,28	0,27	18,1	8,2
Utile netto (h-i)	0,66	0,81	0,75	34,1	5,3
Altri indicatori					
Utile netto in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (4)	9,9	11,8	9,5		
	Consistenze			Variazioni percentuali	
Fondi intermediati (milioni di euro)	2.545.644	2.784.102	3.153.911	9,4	13,3
Dipendenti medi totali	337.441	338.724	341.949	0,4	1,0
di cui: <i>dipendenti bancari</i>	336.546	338.152	341.944	0,5	1,1
Fondi intermediati per dipendente (migliaia di euro)					
Valori nominali	7.544	8.219	9.223	8,9	12,2
Valori a prezzi costanti (5)	6.050	6.332	6.976	4,7	10,2
Costo unitario del personale (migliaia di euro)					
Valori nominali (6)	67,8	71,1	74,4	4,9	4,6
Valori a prezzi costanti (5) (6)	53,3	54,8	56,3	2,7	2,7
Per memoria (7):					
Fondi intermediati (milioni di euro)	2.552.285	2.793.035	3.187.297	9,4	14,1
Numero dei dipendenti totali (8)	336.599	339.691	341.538	0,9	0,5
di cui: <i>dipendenti bancari (8)</i>	335.726	339.683	341.538	1,2	0,5

(1) Per le modalità di calcolo e la definizione delle voci cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e *Glossario*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori. – (2) Fra parentesi sono riportati i tassi di crescita calcolati escludendo i dividendi percepiti su partecipazioni bancarie se inclusi nell'aggregato. – (3) Comprendono le competenze, gli oneri per il trattamento di fine rapporto e quelli previdenziali nonché le provvidenze varie per il personale bancario; i dati includono anche gli oneri straordinari sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Il personale bancario è ottenuto sottraendo dal numero totale dei dipendenti gli addetti alle esattorie e quelli distaccati presso altri enti e sommando i dipendenti di altri enti distaccati presso la banca. – (4) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero. – (5) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). – (6) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, i compensi degli amministratori e le spese per il personale collocato a riposo. – (7) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. – (8) Dati di fine periodo.

risparmio, che si è riflessa in un calo delle commissioni. I proventi derivanti dall'offerta di servizi d'incasso e pagamento si sono ridotti sia per il maggior ricorso a strumenti di pagamento meno onerosi per la clientela, come i bonifici effettuati per via telematica, sia per il calo delle commissioni percepite su operazioni con banche diverse da quelle presso le quali i clienti sono titolari di un conto corrente. Questo effetto è in larga parte riconducibile alle integrazioni delle reti distributive dei grandi gruppi formatisi di recente.

Nel 2007 la Banca d'Italia ha condotto una rilevazione sui costi dei conti correnti bancari su un campione rappresentativo di 445 sportelli. Complessivamente sono state raccolte informazioni riguardanti 4.450 contratti di conto corrente rilevando l'effettiva operatività del conto e i relativi prezzi (ad esempio il canone annuo, i prezzi dei bonifici e dei prelievi presso sportelli automatici). Il costo medio annuo complessivamente sostenuto dai correntisti, escludendo le imposte di bollo (34,2 euro) è di 130 euro, a fronte di un valore pari a 163 euro risultante da un'indagine effettuata nel 2005. I conti correnti a "pacchetto", per i quali è previsto un numero illimitato di scritture contabili gratuite, sono pari al 55,1 per cento dei rapporti complessivamente esaminati; per la maggior parte dei profili di utilizzo essi risultano generalmente meno costosi (104 euro) rispetto ai conti a "consumo", dove gli oneri dipendono dal numero di operazioni effettuate.

Esiste, tuttavia, un'ampia variabilità degli oneri anche a fronte di panieri di servizi omogenei per qualità e quantità: i costi effettivamente sostenuti dai correntisti in alcuni casi superano del 100 per cento quelli che essi potrebbero pagare se sottoscrivessero il contratto alle migliori condizioni offerte sul mercato. Stime econometriche preliminari indicano che, a parità di altre condizioni, questa differenza si riduce in presenza di altri rapporti di gestione del risparmio (deposito titoli, gestioni patrimoniali, fondi comuni). Questo risultato è coerente con l'ipotesi che il conto corrente rappresenti uno strumento per la valorizzazione della relazione con il cliente, a cui offrire servizi e prodotti finanziari più complessi. I contratti sottoscritti negli ultimi anni, inoltre, offrono mediamente ai risparmiatori condizioni più vantaggiose. La sostituzione dei vecchi contratti ha tratto impulso dalle concentrazioni, che per le banche di grandi dimensioni hanno aumentato i benefici della standardizzazione dei prodotti offerti. Il processo di diffusione dei nuovi contratti, tuttavia, sarebbe frenato anche dall'inerzia di una parte significativa dei depositanti, probabilmente connessa con il non adeguato livello di competenza finanziaria delle famiglie italiane (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese).

Il margine d'intermediazione, escludendo i dividendi interbancari, è cresciuto dell'1,4 per cento (10,6 nel 2006).

Le spese per il personale, escludendo gli oneri sostenuti per la cessazione anticipata dei rapporti di lavoro e dei compensi percepiti dagli amministratori, sono cresciute del 5,8 per cento (5,1 nel 2006). Il numero dei dipendenti bancari è aumentato, in media d'anno, dell'1,1 per cento. Il costo unitario del personale è cresciuto del 4,6 per cento, a 74.400 euro, riflettendo gli accantonamenti effettuati a fronte dei maggiori oneri previsti dal nuovo contratto nazionale del settore.

Nel dicembre del 2007 è stato rinnovato il contratto collettivo del settore bancario per il periodo 2008-2010. Il nuovo accordo prevedeva il pagamento di un importo una tantum nel gennaio 2008, mediamente pari a circa 1.600 euro pro capite, a titolo di copertura del periodo di vacanza contrattuale del biennio 2006-07. Alla fine del 2010 l'incremento retributivo sarà pari a circa 277 euro mensili. Si può stimare che, a parità di numero di addetti, l'accordo comporterebbe nel 2010 un incremento del costo del personale nell'ordine del 6 per cento rispetto a quello sostenuto nel 2007 (al netto degli oneri per la cessazione anticipata dei rapporti di lavoro e dei compensi percepiti dagli amministratori), con un aumento del rapporto tra i costi operativi e il margine d'intermediazione (cost-income ratio) di 1,7 punti percentuali. L'effettivo impatto sarà verosimilmente inferiore in ragione delle nuove clausole contrattuali in materia di scatti di anzianità e calcolo degli straordinari che dovrebbero comportare significative economie.

Nel complesso la crescita dei costi operativi è stata del 3,5 per cento, contro il 7,6 nel 2006. Escludendo gli effetti di natura straordinaria riconducibili al cambiamento dei criteri di calcolo del TFR disposti dalla riforma della previdenza complementare, i costi operativi sono cresciuti del 4,8 per cento. Il risultato di gestione si è ridotto dell'1,8 per cento.

Le rettifiche nette di valore su cespiti patrimoniali e gli accantonamenti sono aumentati del 23,3 per cento, assorbendo circa un quarto del risultato di gestione. Alla crescita hanno contribuito le svalutazioni dei titoli detenuti nei portafogli diversi da quello di negoziazione, i maggiori accantonamenti ai fondi per rischi e oneri e le rettifiche nette di valore su crediti. Queste ultime sono cresciute del 16,6 per cento, riflettendo la revisione dei criteri di valutazione della qualità dei prestiti alla clientela ordinaria da parte di alcune banche, principalmente quelle oggetto di acquisizione.

I proventi straordinari sono più che triplicati rispetto al 2006, in larga parte a seguito della cessione di rami d'azienda.

Al netto delle imposte dirette l'utile è aumentato del 5,3 per cento a fronte del 34,1 nel 2006. Il rendimento del capitale e delle riserve al netto delle imposte (ROE), ottenuto sommando il reddito netto delle filiali all'estero, è stato pari al 9,5 per cento (11,8 nel 2006), un valore in linea con quello medio registrato nell'ultimo decennio.

**SERVIZI E INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA
DEI PAGAMENTI E DEI MERCATI FINANZIARI**

18. IL SISTEMA DEI PAGAMENTI

Il funzionamento ordinato ed efficiente dei sistemi di pagamento europei non ha risentito delle tensioni che hanno percorso i mercati monetari e finanziari a partire dalla scorsa estate. A ciò ha dato un contributo essenziale il sostegno alle condizioni di liquidità fornito dalle banche centrali.

Il 2007 e i primi mesi dell'anno in corso hanno segnato passaggi fondamentali verso la formazione di uno spazio europeo pienamente integrato per l'esecuzione e il regolamento dei pagamenti. Nel comparto all'ingrosso è divenuto operativo, nel rispetto delle scadenze programmate, il nuovo sistema di regolamento TARGET2. Nel segmento al dettaglio è entrato nella fase realizzativa il progetto di creazione dell'area unica dei pagamenti in euro (SEPA – Single Euro Payments Area), con la possibilità di eseguire pagamenti utilizzando gli strumenti elettronici che rispettano i nuovi standard paneuropei.

L'avanzare del processo di integrazione si è accompagnato, nell'ambito dell'Eurosistema, alla definizione e alla prima applicazione di nuovi criteri metodologici e operativi per l'esercizio della funzione di sorveglianza. Nelle attività di promozione e controllo dell'affidabilità e dell'efficienza di sistemi, infrastrutture, servizi e strumenti di pagamento paneuropei la Banca centrale europea (BCE) e le singole banche centrali nazionali (BCN) vanno consolidando modalità cooperative di analisi, valutazione e intervento.

Il contributo della Banca d'Italia al processo di integrazione assume molteplici forme: la costruzione e gestione delle infrastrutture europee comuni; l'adeguamento dei sistemi a prevalente rilevanza nazionale; la promozione di servizi e strumenti di pagamento più efficienti, sicuri e rispondenti alle esigenze dei cittadini, delle imprese e della pubblica amministrazione; la partecipazione, nelle sedi di coordinamento competenti, ai lavori per l'adeguamento della normativa europea e nazionale ai nuovi scenari di riferimento.

Il processo di integrazione dei servizi e dei sistemi di pagamento in Europa

Dal 19 novembre 2007 è operativo TARGET2, il sistema realizzato e gestito congiuntamente dalla Banque de France, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banca d'Italia per conto dell'Eurosistema. Da tale data le banche centrali e le comunità bancarie di Austria, Cipro, Germania, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Slovenia utilizzano la nuova piattaforma comune. Il 18 febbraio 2008 anche Belgio, Finlandia, Francia, Irlanda, Olanda, Portogallo e Spagna si sono connessi con il nuovo sistema. I paesi del terzo e ultimo gruppo, che comprende l'Italia, hanno avviato la loro partecipazione lo scorso 19 maggio.

In vista dell'entrata a regime di TARGET2 l'Eurosistema ne ha valutato la rispondenza agli standard di sorveglianza. Nell'ambito di questa attività, svolta su base cooperativa dalla BCE e dalle BCN, è stata verificata la piena conformità del sistema agli stan-

dard. Sono stati inoltre definiti, in un'apposita Guida, i criteri organizzativi e le finalità della sorveglianza cooperativa.

Dalla valutazione, alla quale la Banca d'Italia ha partecipato per i profili relativi ai rischi di credito e di liquidità e all'efficienza e praticità d'uso di TARGET2, sono emersi alcuni aspetti suscettibili di miglioramento, ma non tali da produrre conseguenze di rilievo sull'affidabilità, la stabilità e l'efficienza del sistema.

Con deliberazione del Direttorio della Banca d'Italia del 30 aprile 2008 il sistema TARGET2-Banca d'Italia è stato "designato", in sostituzione del sistema BI-Rel, ai sensi del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210 sulla definitività degli ordini di pagamento e regolamento. La designazione protegge gli ordini di pagamento immessi nel sistema dagli effetti di una eventuale apertura di una procedura di insolvenza a carico di un partecipante.

Dallo scorso gennaio è possibile eseguire pagamenti al dettaglio mediante bonifici e carte di pagamento conformi agli standard della SEPA. Per questi strumenti l'obiettivo adottato dal Consiglio europeo per i pagamenti, l'organo costituito dalle banche europee per il governo del progetto, è quello di completare la migrazione dalle procedure nazionali a quelle paneuropee entro il 2010. L'avvio degli schemi di addebito diretto è stato invece differito in relazione all'esigenza che, entro il 1° novembre 2009, la nuova direttiva sui servizi di pagamento (direttiva CE 13 novembre 2007, n. 64) venga recepita negli ordinamenti degli Stati membri della UE.

La coesistenza, anche solo nel medio periodo, delle procedure nazionali e di quelle relative ai nuovi schemi può limitare il pieno dispiegamento dei benefici della SEPA per l'economia europea, che uno studio promosso dalla Commissione ha stimato dell'ordine di 20 miliardi annui per i prossimi sei anni, nell'ipotesi che l'adozione dei nuovi strumenti sia rapida e che gli operatori colgano le opportunità offerte dalla SEPA per accrescere l'automazione dell'intero ciclo del pagamento. Per tale ragione, da più parti (BCE, Commissione europea, comunità bancarie, associazioni di imprese) viene segnalata l'opportunità di valutare l'introduzione di un termine ultimo entro il quale i prodotti nazionali debbano essere definitivamente abbandonati *ex lege*, a vantaggio di quelli SEPA.

Perché si intensifichi l'utilizzo degli strumenti paneuropei è necessario che essi assicurino livelli di servizio almeno pari a quelli attualmente offerti a livello domestico. Tale esigenza può essere salvaguardata attraverso la definizione di servizi a valore aggiunto (AOS - Additional Optional Services) che siano coerenti con gli schemi SEPA di base e ne arricchiscano le funzionalità. In Italia questa attività è svolta nell'ambito del Comitato nazionale per la migrazione alla SEPA, presieduto dalla Banca d'Italia e dall'Associazione bancaria italiana (ABI) e al quale partecipano rappresentanti di tutte le categorie interessate al progetto (banche, imprese, consumatori, pubblica amministrazione).

Le Autorità e gli operatori guardano con interesse alle potenzialità di sviluppo di prodotti innovativi; fra questi, gli strumenti prepagati possono più efficacemente sostituire il contante nelle operazioni di importo ridotto. La diffusione di modalità elettroniche di pagamento può contribuire a ridurre i costi operativi delle banche, con riflessi positivi sulle commissioni praticate alla clientela. Per incentivare il ricorso a tali strumenti resta fondamentale l'azione volta a limitare l'incidenza delle frodi, che le banche devono intensificare attraverso l'adozione di dispositivi tecnologicamente avanzati.

Nell'intento di accrescere i livelli di fiducia della clientela nei confronti delle soluzioni più moderne e sicure per l'esecuzione dei pagamenti, sono in via di definizione standard europei per l'esercizio della sorveglianza su servizi e strumenti di pagamento al dettaglio volta ad assicurarne l'affidabilità e l'efficienza. In tale contesto, sono stati de-

finiti i principi e l'impianto metodologico complessivo per la sorveglianza sugli schemi che offrono carte di pagamento.

Coerentemente con l'evoluzione in corso nel comparto dei pagamenti al dettaglio, la Banca d'Italia ha adeguato il sistema di compensazione BI-Comp ai requisiti della SEPA. Al fine di ampliare la disponibilità di canali alternativi per l'esecuzione dei bonifici che rispettano gli standard della SEPA, e quindi il novero degli intermediari raggiungibili, dallo scorso 28 gennaio la Banca offre ai partecipanti di BI-Comp il cosiddetto servizio di tramitazione nei confronti di controparti estere aderenti al sistema europeo STEP2 e consente l'interoperabilità con altri sistemi europei di clearing e settlement delle operazioni al dettaglio.

Dall'8 aprile 2008 è disponibile per i partecipanti a BI-Comp l'interoperabilità con il sistema olandese Equens, uno dei maggiori sistemi di pagamento al dettaglio in Europa, che consente alle banche italiane di inviare/ricevere bonifici SEPA a/da aderenti a tale sistema senza parteciparvi.

Il processo di integrazione è sostenuto da una significativa evoluzione della normativa europea. In particolare, la direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno fornisce un quadro giuridico uniforme per l'offerta dei servizi al dettaglio nella UE; ne deriverà un impulso alla concorrenza nel mercato dei servizi di pagamento, che si arricchirà di nuovi operatori e di nuovi prodotti. Le principali novità previste dalla direttiva sono rappresentate: dall'introduzione di un nuovo soggetto (l'istituto di pagamento) abilitato a offrire in tutti i paesi della UE un'ampia gamma di servizi di pagamento unitamente allo svolgimento di attività commerciali; dalla puntuale definizione dei diritti e delle responsabilità delle parti coinvolte nell'effettuazione del pagamento.

Al fine di rafforzare la tutela degli utilizzatori dei servizi di pagamento la direttiva prevede specifici requisiti di trasparenza ex ante ed ex post, improntati a principi di chiarezza e semplicità e graduati in relazione alla natura del servizio prestato (occasionale o nell'ambito di rapporti di durata). Inoltre, in coerenza con lo sviluppo atteso di strumenti tecnologicamente più avanzati, è prevista una significativa riduzione dei tempi di esecuzione dei pagamenti che, dal 2012, non potranno superare il giorno successivo a quello di effettuazione dell'ordine.

Ulteriori iniziative assunte dalla Commissione europea – riguardanti la revisione della direttiva CE 18 settembre 2000, n. 46 sugli Istituti di moneta elettronica, la modifica del regolamento 19 dicembre 2001, n. 2560 sui pagamenti transfrontalieri in euro, il contrasto all'utilizzo del sistema dei pagamenti per finalità di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo (regolamento CE 15 novembre 2006, n. 1781, terza direttiva antiriciclaggio) - convergono verso l'obiettivo di razionalizzare la cornice giuridica in materia di pagamenti.

A livello nazionale la dimensione ancora rilevante del ricorso a strumenti di pagamento cartacei (non considerati né dal progetto SEPA né dalla normativa comunitaria) è alla base di interventi di natura regolatoria e progettuale. Per gli assegni, rilevanti novità sono state introdotte dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 in materia di circolazione dei titoli.

In sintesi, le nuove norme prevedono che: a) i moduli di assegni rilasciati dalle banche alla clientela rechino stampata la clausola di non trasferibilità. Il cliente può richiedere moduli in forma libera (cioè senza detta clausola) previo pagamento di 1,50 euro per assegno a titolo di imposta di bollo; b) gli assegni bancari e postali emessi per importi pari o superiori a 5.000 euro rechino sempre la clausola di non trasferibilità; c) gli assegni bancari e postali emessi all'ordine del traente (ad esempio "a me medesimo") non siano trasferibili e possano essere girati unicamente per l'incasso a una banca o a Poste Italiane spa; d) ogni girata, a pena di nullità, indichi il codice fiscale del girante.

L'obiettivo di accrescere i livelli di efficienza del circuito degli assegni è alla base di un'attività di analisi, avviata dalla Banca d'Italia congiuntamente con l'ABI e con Poste Italiane spa, volta a definire le condizioni normative e tecniche per il trasferimento nella tratta interbancaria della sola immagine dei titoli.

Gli strumenti di pagamento

Nel 2007 il numero di operazioni di pagamento con strumenti bancari e postali alternativi al contante è aumentato del 3,5 per cento, più che nel 2006 (3,0 per cento). È continuato il processo di sostituzione dell'assegno (il cui utilizzo si è ridotto del 6,0 per cento in termini di numero) con gli strumenti maggiormente automatizzati, quali le carte e le disposizioni di incasso e di pagamento elettroniche (bonifici automatizzati e addebiti preautorizzati); nel complesso, i pagamenti elettronici sono aumentati in valore del 6,6 per cento. Malgrado i progressi dell'ultimo decennio, il nostro paese si colloca ancora ben al di sotto della media europea in termini di utilizzo di strumenti di pagamento alternativi al contante, soprattutto da parte delle famiglie.

Nel 2007, in Italia si sono registrate 64 operazioni per abitante con strumenti alternativi al contante, a fronte di 166 per l'Eurosistema nell'anno precedente. Per contro l'Italia è sostanzialmente allineata ai principali paesi europei nella dotazione infrastrutturale di punti di accesso (ad esempio terminali POS) e nella composizione relativa degli strumenti diversi dal contante. Circa la diffusione di carte, ATM e POS, in Italia si contano 1,3 carte pro capite e 20 POS ogni mille abitanti, in linea con l'Eurosistema sulla base dei dati disponibili per il 2006 (1,3 carte e 17 POS). Sempre nel 2007, in Italia i prelievi di contante da sportelli automatici (ATM) sono aumentati del 5,5 per cento in numero e del 6,8 per cento in importo.

Il numero di bonifici automatizzati e di addebiti preautorizzati è cresciuto rispettivamente del 10,6 e del 5,8 per cento, più che nel 2006. Le carte di debito, lo strumento più diffuso presso il pubblico, nel 2007 sono state utilizzate per concludere circa 825 milioni di transazioni al dettaglio (il 7,1 per cento in più rispetto all'anno precedente). Il numero di carte di credito è risultato superiore ai 34 milioni, sebbene quelle effettivamente utilizzate siano state circa la metà, per un totale di oltre 500 milioni di transazioni. Uno sviluppo significativo ha interessato i volumi delle transazioni con carte di credito su rete aperta (ad esempio via telefono o internet), aumentati del 34,3 per cento, e quelli delle transazioni regolate con pagamento dilazionato nel tempo (carte revolving), cresciuti del 9,1 per cento.

L'ultima indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane conferma da un lato la progressiva diffusione degli strumenti di pagamento più avanzati, dall'altro il persistere di una significativa quota di transazioni regolate in contanti. Nel 2006 il 63 per cento delle famiglie possedeva una carta di pagamento, rispetto al 56 per cento nel 2002. Si è inoltre ridotto il divario tra Centro Nord e Mezzogiorno: nel 2006 possedeva una carta il 45 per cento delle famiglie meridionali, rispetto al 38 nel 2004. L'incidenza della spesa in contanti sugli acquisti di beni di consumo è tuttavia ancora rilevante, pari al 48 per cento. Il fenomeno è evidente soprattutto nelle regioni meridionali, dove nel 2006 tale quota è salita dal 58 al 61 per cento. Gli ostacoli alla sostituzione del contante con carte di pagamento sono diversi: l'errata percezione di minore onerosità del contante, i timori di frodi con carte, l'ampia diffusione dell'economia sommersa.

Nel 2007 le operazioni effettuate in internet con carte di credito e bonifici sono ulteriormente aumentate in misura significativa: sono stati disposti su rete 60 milioni di bonifici, il 12 per cento del totale, in crescita del 28,3 per cento; le operazioni sul web con carte di credito sono risultate dell'ordine di 28 milioni, in aumento di oltre il 40 per cento rispetto all'anno precedente. Tra le operazioni con carte, anche nel 2007 lo sviluppo maggiore (46,3 per cento) ha riguardato gli strumenti prepagati a spendibilità generalizzata, soprattutto per l'effettuazione di micropagamenti sui canali fisici e virtuali (internet).

Dalla terza indagine sulla diffusione delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) nelle imprese italiane, condotta nei primi mesi di quest'anno su un campione di circa 3.200 imprese di servizi e 1.100 aziende del settore manifatturiero, emerge un apprezzabile grado di automazione dei processi di scambio

e regolamento in rete delle aziende: circa il 90 per cento dichiara di aver fatto ricorso a servizi bancari on-line (ad esempio servizi informativi, incassi e pagamenti); in un'analoga indagine condotta nel 2005 tale percentuale si era commisurata all'80 per cento. Sussistono tuttavia significativi margini di crescita delle operazioni dispositive in rete (ad esempio e-commerce), soprattutto con riferimento alle aziende medie e piccole.

L'indagine campionaria ha riguardato imprese con fatturato superiore a 2,5 milioni di euro. Il 41 per cento delle aziende interpellate ha effettuato ordini, prenotazioni e acquisti di beni e servizi in rete nel 2007; la quota di quelle che hanno sia emesso sia ricevuto fatture elettroniche in rete è risultata del 12 per cento, a fronte di una percentuale del 4 emersa nell'analoga indagine del 2005. Sono ancora molto contenute sia l'incidenza sul volume d'affari complessivo degli acquisti e delle vendite on-line (inferiore, in media, al 5 per cento) sia la quota delle fatture scambiate in via telematica tra le imprese sul totale di quelle emesse o ricevute (inferiore, in media, al 10 per cento). Il bonifico resta lo strumento maggiormente utilizzato nei pagamenti in rete (tra il 50 e il 60 per cento del complesso delle operazioni); seguono le carte di credito (tra il 20 e il 30 per cento). L'utilizzo delle reti è superiore per le imprese più aperte al commercio internazionale, per quelle di maggiori dimensioni nonché per le aziende operanti in settori quali l'informatica, la ricerca e sviluppo e l'elettronica.

È proseguita la diffusione presso la clientela degli strumenti di pagamento postali: il ricorso ai bonifici automatizzati è aumentato del 33,1 per cento, quello alle carte di debito e alle prepagate è aumentato rispettivamente del 13,2 per cento e del 43,1 per cento. La clientela postale si è significativamente ampliata, in linea con la tendenza manifestatasi negli anni precedenti: il numero dei conti correnti è aumentato del 7,2 per cento, a circa 5,2 milioni; quello delle carte di pagamento distribuite presso le famiglie ha superato i 9 milioni, il 17,6 per cento in più rispetto alla fine del 2006.

La diffusione dei conti correnti e dei servizi di pagamento postali, inclusi quelli più innovativi (carte e bonifici automatizzati), è strutturalmente maggiore al Centro Sud rispetto alle regioni settentrionali, dove è più ampia l'offerta di prodotti bancari. Le famiglie rappresentano il segmento di utenza più interessato ai prodotti postali (con oltre il 90 per cento dei conti correnti), nonostante la forte crescita (18,2 per cento) dei conti aperti dalle imprese.

Nel 2007 si sono ridotte le commissioni applicate sui bonifici, in particolare su quelli disposti telefonicamente o su internet (tav.18.1). Con riferimento agli assegni, bancari e circolari, da elaborazioni sui dati pubblicati dall'ABI nel sito di PattiChiari non sono emerse significative variazioni nei tempi di disponibilità per il servizio di incasso. Risulta che nel 2007 i giorni massimi di disponibilità sono stati pari a 6,5 (contro 6,6 giorni nell'anno precedente); i tempi di valuta sono rimasti pressoché stabili nel confronto con il 2006.

Tavola 18.1

Commissioni applicate alla clientela su bonifici domestici (in euro)						
VOCI	Disposti come ordine ripetitivo	Disposti allo sportello con addebito in c/c	Disposti allo sportello e regolati per cassa	Disposti tramite canale internet	Disposti tramite canale telefonico	Pagamenti a fronte di Bollettino Freccia
2004	2,33	3,53	5,05	1,12	1,59	1,23
2005	2,37	3,42	5,05	1,10	1,53	1,30
2006	2,26	3,40	5,05	1,11	1,52	1,24
2007	1,94	3,10	4,80	0,89	1,13	1,32

Fonte: ABI - PattiChiari (marzo 2005 - aprile 2006 - marzo 2007 - aprile 2008). Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

Come negli anni precedenti, sono aumentati i casi di utilizzo irregolare degli assegni. Il numero dei nominativi e quello dei titoli iscritti nella Centrale di allarme interbancaria (CAI) si sono incrementati rispettivamente del 27,6 e del 26,8 per cento; l'importo totale degli assegni iscritti è risultato pari a 1,2 miliardi (tav. 18.2), in crescita del 12,3 per cento rispetto al 2006. L'aumento ha riguardato sia i titoli risultati senza provvista al momento del pagamento (il 65 per cento degli assegni iscritti) sia quelli emessi senza autorizzazione (il restante 35 per cento). Ha registrato un aumento anche il numero di coloro ai quali è stata revocata l'autorizzazione all'uso delle carte di pagamento per mancanza della provvista a fronte degli acquisti e dei prelievi effettuati dal titolare.

Tavola 18.2

Centrale di allarme interbancaria: distribuzione territoriale degli assegni revocati (1)						
AREA GEOGRAFICA	Soggetti revocati		Assegni impagati			Importo impagato medio
	Numero	Numero	Composizione %	Importo in milioni di euro	Composizione %	Euro
Nord Ovest	14.972	47.163	14,1	187,1	15,3	3.967
Nord Est	7.198	24.015	7,2	124,3	10,1	5.177
Centro	16.925	65.973	19,8	248,2	20,3	3.762
Sud e Isole	45.901	194.923	58,5	659,7	53,9	3.384
Esteri	331	1.241	0,4	4,7	0,4	3.787
Totale	85.327	333.315	100,0	1.224,0	100,0	3.672

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.
(1) Elaborazioni sulle consistenze al 31.12.2007.

Con riferimento agli assegni, il rapporto tra i titoli iscritti nella CAI e il totale di quelli regolarmente addebitati è stato pari all'1,9 per mille in termini di numero e al 3,3 per mille in termini di importo. Il valore medio unitario degli assegni iscritti è stato di poco inferiore a 3.700 euro. Come negli anni precedenti, le segnalazioni hanno riguardato soprattutto il Sud e le Isole (tav. 18.2). Per quanto riguarda le carte di pagamento, alla fine del 2007 erano iscritti nella CAI circa 179.000 nominativi, con un incremento di oltre il 24 per cento rispetto all'anno precedente; quasi i due terzi dei nuovi iscritti è domiciliato nelle regioni del Centro Sud e delle Isole.

Nel comparto delle carte si è invece ridotta l'incidenza delle frodi rispetto ai livelli senza precedenti raggiunti nel 2006.

L'ammontare complessivo delle frodi eseguite con carte di pagamento ha superato i 125 milioni; il rapporto tra frodi e valore delle operazioni su POS e ATM si è assestato intorno allo 0,06 per cento, contro lo 0,07 del 2006 e lo 0,02 del 2003. Si sono ridimensionate soprattutto le frodi con carte di debito su POS e ATM per effetto di una più efficace attività di prevenzione e della crescente adozione dei dispositivi con microchip, soprattutto per i terminali non incorporati nei locali delle dipendenze bancarie, più agevolmente oggetto di manomissioni. Si conferma quindi l'esigenza che il sistema italiano acceleri la migrazione alle nuove tecnologie, in relazione anche al ritardo rispetto ai principali paesi della UE. Un significativo contributo in questa direzione può derivare dall'applicazione delle clausole di trasferimento della responsabilità per perdite da frodi verso i soggetti che non si adeguano alle nuove tecnologie, l'introduzione delle quali si colloca nell'ambito delle prerogative di autoregolamentazione dei circuiti.

Gli strumenti di pagamento della Banca d'Italia: i vaglia cambiari. – Nel 2007 l'emissione dei vaglia della Banca d'Italia è diminuita rispetto all'anno precedente in

termini di numero (da 514.000 a 510.000) e di importo (da 6,5 a 5,6 miliardi). I vaglia speciali per rimborsi di crediti di imposta sono leggermente aumentati nel numero, mentre si va consolidando la tendenza alla riduzione dell'emissione dei vaglia cambiari ordinari, in linea con il processo di sostituzione degli strumenti di pagamento cartacei con quelli elettronici.

Il servizio di Tesoreria statale

Il servizio di Tesoreria è impegnato a completare l'informatizzazione delle procedure di incasso, pagamento e rendicontazione e la totale dematerializzazione documentale. È in corso l'adeguamento dei pagamenti di Tesoreria agli standard della SEPA, in funzione del ruolo propulsivo che le pubbliche amministrazioni sono chiamate a svolgere nel progetto.

La razionalizzazione e l'informatizzazione delle procedure sono state accompagnate negli anni recenti da un'attività di revisione e semplificazione della normativa secondaria, culminata con l'emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), con la collaborazione della Banca d'Italia, delle nuove Istruzioni sul servizio di Tesoreria dello Stato, in vigore dall'ottobre del 2007.

In linea con gli sviluppi della Tesoreria telematica è stata realizzata, nel 2007, la procedura per il versamento unificato delle imposte da parte degli enti pubblici. La nuova modalità di versamento, a regime dal 2008, è basata sull'invio di flussi telematici dagli enti versanti (ovvero dai rispettivi tesorieri) alla Agenzia delle entrate e da questa alla Banca d'Italia, per la successiva contabilizzazione con un processo completamente automatizzato. Il sistema introdotto garantisce una maggiore efficienza nella ripartizione delle risorse alle amministrazioni locali e comporta vantaggi in termini di automazione delle operazioni in precedenza eseguite manualmente.

È stata ultimata la revisione del "mandato informatico", che ha consentito l'utilizzo delle modalità operative e di colloquio previste nell'ambito del SIPA (Sistema informatizzato dei pagamenti della Pubblica amministrazione). Per i mandati da accreditare in conto corrente bancario o postale, che utilizzano i bonifici al dettaglio, la nuova procedura - operativa da gennaio 2008 - assicura la conformità agli standard della SEPA.

Si è ulteriormente ampliato il numero degli enti partecipanti al Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope), che la Banca gestisce per conto del MEF. Finalizzato alla rilevazione di dati analitici e tempestivi per la conoscenza dei conti pubblici, il Siope rende disponibili informazioni utili alla gestione delle politiche di bilancio e al monitoraggio del loro andamento. La Banca, in collaborazione con il MEF, l'ABI e il CNIPA (Centro nazionale per l'informatica nella Pubblica amministrazione), ha promosso iniziative di sensibilizzazione nei confronti dei partecipanti, volte al miglioramento del livello qualitativo dei dati segnalati.

Al nucleo iniziale di enti coinvolti (Regioni, Province, Comuni con popolazione superiore a 20.000 abitanti, Università e relativi dipartimenti) si sono aggiunti nel 2007 i restanti Comuni, le Comunità montane, le Unioni di comuni, i Consorzi di enti locali, gli enti di ricerca. Attraverso il sito www.siope.it gli enti partecipanti possono accedere a tutti i dati analitici e a quelli aggregati presenti nel Siope e relativi ai diversi comparti. Con l'adesione da gennaio del 2008 delle strutture sanitarie (ad esempio aziende sanitarie e ospedaliere, policlinici universitari) risultano a oggi complessivamente coinvolti

circa 12.400 enti, oltre il 90 per cento delle amministrazioni pubbliche; il prossimo luglio aderiranno al Siope anche gli enti di previdenza.

In seguito alla soppressione dell'Ufficio italiano dei cambi, disposta con decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, a partire dal 1° gennaio 2008 è confluita nella Banca d'Italia l'attività di tesoreria estera, relativa all'esecuzione di incassi e pagamenti da e verso paesi extra UEM in euro e in valuta per conto delle amministrazioni statali e di altri enti pubblici.

Le infrastrutture a supporto del sistema dei pagamenti

La progressiva eliminazione delle barriere nazionali e la standardizzazione dei pagamenti al dettaglio introdotta dalla SEPA hanno aumentato la contendibilità del mercato dell'offerta di servizi tecnologici, sollecitando le principali società europee del comparto a perseguire i vantaggi realizzabili attraverso l'ampliamento della scala operativa; ne è derivato un impulso sia a processi di aggregazione sia alla sottoscrizione di accordi di collaborazione fra società di gestione delle infrastrutture.

In Italia a maggio del 2007 si è completata l'incorporazione della Società interbancaria per l'automazione (SIA) da parte della Società per i servizi bancari (SSB). La nuova società SIA/SSB, presente nell'offerta di servizi di pagamento e di supporto ai mercati in Europa e nel Sudafrica, ha continuato la sua collaborazione con il sistema di compensazione europeo STEP2 e ha ulteriormente ampliato la presenza nei paesi dell'Est europeo con l'acquisizione della società ungherese Giro Bank Card cPlc (GBC).

La società Seceti ha avviato un progetto di collaborazione con l'Istituto centrale delle casse rurali e artigiane (ICCREA) per l'offerta di servizi di pagamento al dettaglio attraverso la medesima piattaforma informatica; a livello europeo, Seceti ha raggiunto un'intesa con la società olandese Equens volta a facilitare lo scambio di pagamenti transfrontalieri tra i rispettivi partecipanti e ha sottoscritto un accordo di collaborazione con la società francese Siet e quella inglese VOCA per favorire l'utilizzo e l'integrazione dei sistemi nazionali. L'Istituto centrale delle banche popolari italiane, che possedeva la totalità del capitale di Seceti, ha incorporato la società a decorrere dallo scorso 9 maggio.

L'evoluzione del mercato delle infrastrutture si accompagna al crescente ruolo degli operatori non bancari nell'offerta di servizi a supporto dei pagamenti al dettaglio. Recenti indagini indicano che la presenza di questi soggetti è in forte crescita nei paesi europei ed è già rilevante negli Stati Uniti, dove la proprietà di oltre i due terzi di essi è di natura non bancaria e non è legata ad altre tipologie di intermediario finanziario. Il crescente rilievo assunto dai provider non bancari sollecita l'attenzione delle Autorità in relazione alle problematiche di gestione dei rischi dei sistemi retail.

Le infrastrutture svolgono un ruolo importante nella realizzazione della SEPA, poiché consentono alle banche di trattare pagamenti europei scambiando fra loro le informazioni rilevanti e regolando le singole posizioni. L'Eurosistema ha fissato quattro criteri per valutare il processo di adeguamento delle infrastrutture ai nuovi schemi europei. Sulla base delle indicazioni fornite dalle banche centrali, i gestori delle infrastrutture per la compensazione e il regolamento dei pagamenti effettueranno un esercizio di autovalutazione della conformità ai criteri, il cui risultato sarà reso pubblico. L'adeguamento delle infrastrutture di pagamento italiane alla SEPA è oggetto di attenzione da parte della funzione di sorveglianza della Banca d'Italia, anche in base ai poteri a essa attribuiti dalla legislazione nazionale.

I criteri di conformità alla SEPA fissati dall'Eurosistema prevedono che le infrastrutture: soddisfino i requisiti previsti dal Consiglio Europeo per i Pagamenti nel Pan-European Automated Clearing

House/Clearing and Settlement Mechanism (PEACH/CSM) Framework e nei documenti relativi agli strumenti SEPA e siano pronte a effettuare i relativi test; adottino regole di interoperabilità, preferibilmente concordate con le altre infrastrutture, e siano disposte a stabilire collegamenti con qualunque CSM lo richieda, purché i relativi costi siano sostenuti dall'infrastruttura richiedente; siano in grado di inviare/ricevere pagamenti a/da tutte le banche dell'area dell'euro (cosiddetta raggiungibilità); non applichino restrizioni all'accesso o obblighi di inoltrare alcuni tipi di pagamenti verso specifiche infrastrutture o con particolari standard; non impongano obblighi di partecipazione e assicurino la piena trasparenza sui servizi e i relativi prezzi.

Nel 2007 SWIFT, il fornitore mondiale di servizi di trasporto di messaggi di pagamento, è stato chiamato, nell'ambito dello schema di sorveglianza cooperativa coordinato dalla Banca centrale del Belgio al quale partecipa anche la Banca d'Italia, a uniformarsi a un insieme di principi e metodologie emanate dalle autorità di sorveglianza (*High Level Expectations*) per affinare le modalità di controllo su un'attività di importanza sistemica. Sempre nel 2007 SWIFT, per aumentare l'affidabilità della rete e contestualmente rispondere alle esigenze di riservatezza delle informazioni trattate, ha progettato di creare un nuovo centro operativo in Europa.

Nel corso dell'anno si sono intensificati i programmi internazionali, europei e italiani per assicurare la continuità operativa delle infrastrutture di pagamento in caso di crisi e il controllo dei rischi di propagazione di eventuali malfunzionamenti; nelle diverse sedi sono state avviate iniziative dirette a definire un insieme di principi applicabili ai sistemi di pagamento di rilevanza sistemica, ai sistemi di regolamento titoli e alle controparti centrali.

Nel 2007 l'Eurosistema ha definito le procedure di coordinamento da seguire in caso di crisi di intermediari finanziari di rilevanza europea e ha avviato un programma di esercitazioni di complessità crescente che hanno coinvolto le banche centrali e i principali operatori finanziari. In Italia il Comitato sulla continuità di servizio della piazza finanziaria nazionale - coordinato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob - funge da centro di gestione nazionale delle eventuali crisi operative, con il compito di attivare i necessari livelli di coordinamento, direttamente e attraverso la BCE. Nel 2007 e nei primi mesi dell'anno in corso il Comitato ha realizzato una serie di interventi gestionali e ha coordinato sessioni di collaudo a livello nazionale.

I sistemi privati di compensazione e regolamento dei pagamenti

È continuato lo sviluppo dell'attività del sistema CLS (Continuous Linked Settlement) che dal 2002 regola le operazioni in cambi. Il sistema tratta circa il 55 per cento delle operazioni in cambi a livello mondiale e, utilizzando un meccanismo di Payment versus Payment, consente di ridurre il rischio sistemico connesso con il regolamento di dette operazioni, che sono generalmente di ammontare unitario molto elevato. Dallo scorso novembre CLS regola anche i pagamenti connessi con alcune categorie di contratti sui derivati scambiati over the counter.

Le transazioni regolate nel sistema sono aumentate in misura rilevante soprattutto nel periodo di maggiore turbolenza dei mercati finanziari, toccando in più occasioni valori massimi. L'importo medio giornaliero regolato è stato, nello scorso marzo, pari a un controvalore di oltre 4.500 miliardi di dollari. Alla fine dello stesso mese partecipavano direttamente al sistema 60 azionisti, tra i quali le due principali banche italiane; oltre 2.400 istituti (di cui 2.038 fondi di investimento) vi accedevano in via indiretta.

A maggio del 2008 è stato pubblicato un rapporto promosso dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della Banca dei regolamenti internazionali al fine di verificare i progressi nell'attuazione della strategia di riduzione del rischio sistemico insito nelle prassi adottate per regolare le transazioni in cambi; il rapporto è basato su una indagine condotta da 27 banche centrali, fra le quali la Banca d'Italia. I risultati evidenziano risultati positivi nell'azione strutturale di riduzione del rischio. Per l'Italia sono stati intervistati 12 operatori appartenenti a 10 gruppi bancari. Essi presentano un approccio strutturato nei processi di misurazione e controllo dei rischi e una preferenza, anche prospettica, per il regolamento tramite CLS.

Nel 2007 è stata condotta la sesta indagine europea sul correspondent banking, che rileva l'utilizzo di questo canale nell'area dell'euro al fine di analizzare i profili di rischio connessi con il regolamento attraverso rapporti interbancari bilaterali. Il fenomeno ha evidenziato un'ulteriore contrazione.

Avviata nel giugno del 2007, in Italia l'indagine ha interessato un campione di banche selezionato in base a criteri dimensionali. La maggioranza degli istituti intervistati ha dichiarato flussi di pagamento originati da rapporti di corrispondenza inferiori al 4 per cento (10 per cento nel 2005 e 45 per cento nel 2003) del complesso delle operazioni trattate. I principali profili di rischio che emergono dall'indagine riguardano la concentrazione dei rapporti con un numero limitato di operatori e, soprattutto, la prassi di concedere scoperti infragiornalieri e/o overnight non garantiti da collateral, pur nei limiti delle linee di credito esistenti.

Nel 2007 il numero di grandi banche italiane che hanno utilizzato il sistema europeo STEP2 per regolare, oltre ai bonifici transfrontalieri, anche quelli domestici, è passato da sei a nove. Questi istituti hanno inviato in STEP2 oltre 41,6 milioni di bonifici domestici, un terzo dei bonifici complessivamente immessi nel sistema, con una media giornaliera di oltre 153.000 pagamenti. Lo scorso gennaio il trattamento dei bonifici SEPA è stato avviato anche in STEP2.

Il regolamento in base monetaria

Nell'area dell'euro i primi risultati operativi evidenziano un elevato gradimento per TARGET2 da parte delle comunità bancarie dei paesi già migrati. Dall'avvio, lo scorso novembre, e fino al 31 dicembre 2007 è stata regolata in TARGET2 una media giornaliera di 225.000 transazioni, per un controvalore di 1.291 miliardi. La disponibilità del sistema è stata costantemente pari al 100 per cento.

Quattro banche centrali hanno scelto di utilizzare l'HAM (Home Accounting Module), un servizio opzionale di TARGET2 sviluppato dalla Banca d'Italia, per offrire agli utenti la possibilità di mantenere relazioni di conto con la propria Banca centrale per finalità diverse da quelle di pagamento, in particolare per l'assolvimento degli obblighi della riserva obbligatoria e per il prelevamento del contante.

Nel 2007 i flussi trattati dai sistemi italiani di compensazione e di regolamento, gestiti dalla Banca d'Italia, hanno superato i 56.400 miliardi, con un aumento del 13,1 per cento rispetto all'anno precedente; i flussi si sono commisurati a 36,7 volte il PIL (tav. 18.3). Il sistema di regolamento lordo BI-Rel ha trattato l'88,5 per cento del valore totale di tali pagamenti. I flussi immessi nel sistema di compensazione BI-Comp e i saldi del contante del sistema di regolamento dei titoli regolati in BI-Rel hanno rappresentato, rispettivamente, il 6,0 e il 5,5 per cento del complesso dei pagamenti.

Tavola 18.3

Flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento (miliardi di euro)						
ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi (3)	
	Flussi lordi (a) BI-Comp	Saldi multilaterali			(d)=(a+b+c)	(d)/PIL (4)
		BI-Comp	Liquidazione dei titoli ed Express II (b)			
2001	2.449	266	2.252	34.980	39.681	31,8
2002	2.598	276	1.954	32.145	36.697	28,3
2003	2.839	291	2.116	30.873	35.828	26,8
2004	3.011	323	2.190	31.650	36.851	26,5
2005	3.181	376	2.531	37.656	43.368	30,4
2006	3.402	420	2.818	43.635	49.855	33,7
2007	3.376	415	3.123	49.902	56.401	36,7

Fonte: elaborazioni su dati SIA, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

(1) Comprese le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste Italiane spa. Dal 30 novembre 1998 il saldo del contante della Liquidazione dei titoli non confluisce più nel sistema di compensazione BI-Comp ma viene regolato direttamente in BI-Rel. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. – (2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. – (3) Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel. – (4) Per i valori del PIL cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il sistema BI-Rel. – Nel 2007 esso ha trattato circa 57.000 transazioni al giorno per un controvalore di oltre 222 miliardi di euro, rispettivamente il 12 e il 7 per cento dei pagamenti regolati nel sistema TARGET, di cui BI-Rel è la componente italiana.

TARGET si è confermato il primo sistema a livello mondiale per ammontare trattato, avendo superato il sistema di regolamento lordo statunitense Fedwire. Nel 2007, in *TARGET* sono stati regolati in media giornaliera oltre 364.000 pagamenti, per un controvalore di circa 2.400 miliardi, rispettivamente il 60 e l'89 per cento dei trasferimenti di fondi eseguiti attraverso i principali sistemi della UE. Rispetto al 2006 l'aumento dell'attività in *TARGET* è stato del 16,7 per cento. I pagamenti regolati in Euro1, il più importante tra i sistemi alternativi, sono stati pari in media giornaliera a 228 miliardi, con un incremento del 20,5 per cento rispetto al 2006.

In BI-Rel l'aumento dell'attività è stato più sostenuto per i pagamenti transfrontalieri (21,3 per cento) che per quelli domestici (7,2 per cento), e per le operazioni disposte dalla clientela (20,3 per cento) rispetto a quelle interbancarie (13,1 per cento). Su queste ultime ha influito la forte flessione (quasi il 27 per cento) delle transazioni tra controparti italiane nel mercato e-MID, regolate automaticamente in BI-Rel, connessa con le tensioni di liquidità registrate sui mercati monetari e finanziari.

L'attività in BI-Rel si è svolta in maniera ordinata nonostante le turbolenze registrate dai mercati monetario e finanziario a partire dalla scorsa estate. Anche nelle giornate di maggiore tensione le banche hanno potuto regolare non solo i pagamenti qualificati come urgenti, ma anche il traffico di natura ordinaria. Soltanto nella fase più critica, in agosto, si è registrata una flessione sia dei pagamenti regolati sia dello stock di liquidità detenuto dagli operatori presso la Banca d'Italia, peraltro di entità tale da non suscitare allarmi e prontamente rientrata nei giorni successivi; nella media di agosto, infatti, la tendenza alla crescita delle operazioni regolate non si è interrotta e gli stock di riserve liquide sono stati prontamente adeguati. Gli indici di rotazione delle riserve (rapporto tra i pagamenti a debito e la

somma della riserva obbligatoria e dell'utilizzo dell'anticipazione infragiornaliera) e di utilizzo della liquidità infragiornaliera (in relazione al credito aperto) non si sono discostati in misura significativa dalle medie del periodo.

In BI-Rel vengono regolati anche i saldi dei sistemi ancillari nazionali nonché quelli derivanti dall'operatività delle banche italiane nei sistemi ancillari internazionali. Il significativo aumento della componente nazionale (circa il 10 per cento rispetto al 2006) è quasi interamente attribuibile al regolamento dei saldi della liquidazione su base netta di Express II. L'importo giornaliero dei pagamenti in BI-Rel per il regolamento dei saldi dei sistemi ancillari internazionali, Euro1 e CLS, è risultato pari a circa 2,5 miliardi di euro.

Relativamente a Euro1, le banche italiane partecipanti hanno regolato in BI-Rel saldi giornalieri medi in crescita rispetto al 2006, sia a debito (da 550 a 605 milioni) sia a credito (da 1.400 a 1.640 milioni).

Il livello di concentrazione dei pagamenti in BI-Rel permane elevato. In termini di importo, le prime cinque banche regolano quasi il 50 per cento delle transazioni complessive, i primi tre operatori (un istituto italiano di maggiore dimensione e due filiali di banche estere) oltre il 40 per cento.

Come nel 2006, l'incremento dei flussi rilevato in BI-Rel è imputabile in larga misura a questi tre intermediari, molto attivi nel comparto dei servizi di custodia e regolamento di titoli di clientela estera; per finanziare le operazioni in titoli trattate in Express II (il cui controvalore è aumentato a oltre 23 miliardi in media giornaliera) tali intermediari hanno fatto ampio ricorso alle transazioni interbancarie.

La rotazione delle riserve detenute presso la banca centrale è rimasta stabile (intorno a un valore di 5 volte). L'utilizzo dell'anticipazione infragiornaliera è stato di oltre 4,5 miliardi, in diminuzione del 6,5 per cento rispetto al 2006 anche in rapporto ai pagamenti regolati (intorno al 3 per cento).

L'utilizzo infragiornaliero massimo nel corso della giornata, pari in media a 9,8 miliardi (7,4 miliardi del 2006), continua a verificarsi in concomitanza con il regolamento delle operazioni in scadenza sull'e-MID. Il ricorso all'anticipazione è risultato concentrato presso un numero limitato di operatori. Oltre l'80 per cento dell'utilizzo e il 50 per cento del collateral depositato, infatti, fa capo agli stessi tre intermediari ai quali è attribuibile l'aumento più significativo dei flussi regolati.

L'importo delle attività depositate nel corso della giornata a garanzia delle anticipazioni (collateral) è rimasto sostanzialmente invariato (16,2 miliardi). Si è ridotta la componente costituita da titoli, da 11,7 a 9,1 miliardi, in corrispondenza del crescente utilizzo dei prestiti bancari, inclusi nelle attività idonee a partire dal 1° gennaio 2007.

Circa la metà dei titoli a garanzia è stato rappresentato da strumenti esteri, mobilitati in prevalenza attraverso conti di corrispondenza tra le banche centrali del sistema europeo di banche centrali - SEBC (modello CCBM; tav. 18.4). In Europa è cresciuto sensibilmente l'utilizzo transfrontaliero delle garanzie, in concomitanza con le tensioni di liquidità sul mercato dell'euro. Nello scorso agosto la Banca d'Italia ha effettuato circa 500 operazioni su titoli italiani in favore delle altre banche centrali del SEBC, i tre quarti in più rispetto agli altri mesi dell'anno.

Alla fine di marzo 2008 sei banche avevano in pegno presso l'Istituto prestiti per un valore a garanzia di quasi 14 miliardi, utilizzati prevalentemente per operazioni di politica monetaria. Dallo scorso novembre l'Istituto fornisce anche servizi di corrispondenza per l'utilizzo su base transfrontaliera di prestiti bancari erogati in Italia, il cui ammontare ha raggiunto 1,4 miliardi lo scorso marzo.

Tavola 18.4

Titoli a garanzia in deposito presso la Banca d'Italia (consistenze medie; milioni di euro)									
PERIODI	Anticipazione infragiornaliera				Pronti contro termine di politica monetaria				Titoli italiani a garanzia delle BCN estere via CCBM
	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	
		CCBM	Links			CCBM	Links		
2006	5.478	2.310	3.978	11.766	9.728	–	9.209	18.937	49.948
2007	4.739	2.682	1.729	9.150	6.786	–	8.973	15.758	47.176
2007 – 1° trim.	4.888	2.302	1.676	8.866	8.290	–	10.057	18.348	41.207
2° trim.	5.020	2.587	1.371	8.978	7.197	–	9.063	16.260	45.255
3° trim.	5.357	2.843	2.052	10.252	5.961	–	8.465	14.426	50.381
4° trim.	3.699	2.986	1.812	8.498	5.730	–	8.329	14.059	51.710
2008 – 1° trim.	4.279	2.676	2.382	9.336	4.646	–	5.925	10.572	50.145

Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Il sistema BI-Comp e la sua evoluzione nel contesto della SEPA. – Nel 2007 il valore delle operazioni trattate nel sistema di compensazione BI-Comp è rimasto sostanzialmente costante rispetto all'anno precedente (tav. 18.3). È inoltre risultato invariato il valore complessivo dei saldi multilaterali regolati, pari a 415 miliardi, anche in rapporto ai flussi trattati (12,3 per cento)

Il numero complessivo delle operazioni immesse nel sistema è aumentato del 2,3 per cento, da 1.947 a 1.992 milioni. È continuata la ricomposizione dei volumi trattati nei due sottosistemi che compongono BI-Comp: nella Recapiti locale, che tratta gli strumenti di pagamento cartacei, rispetto al 2006 si è registrata una riduzione del 6 per cento del numero dei recapiti presentati in Stanza di compensazione, in linea con la tendenza alla contrazione dell'utilizzo di titoli cartacei. Nel sottosistema Dettaglio, che tratta le operazioni non documentali, i volumi sono aumentati del 3 per cento (circa 1,9 miliardi di operazioni); l'incremento ha interessato principalmente gli incassi commerciali e i pagamenti effettuati presso i POS.

Dall'avvio della SEPA, il 28 gennaio 2008, e fino allo scorso marzo la quota di bonifici inviati e ricevuti secondo i nuovi standard è stata molto contenuta. In media giornaliera BI-Comp ha regolato circa 287 bonifici conformi ai nuovi standard, pari a 18 milioni (rispettivamente lo 0,02 e lo 0,28 per cento del numero e dell'importo dei bonifici complessivamente trattati). Valori maggiori (rispettivamente il 4 e il 12 per cento) si registrano per i bonifici SEPA inviati e ricevuti al di fuori dei confini nazionali, come si desume dall'indagine condotta nel 1° trimestre del 2008 sullo stato di migrazione degli strumenti di pagamento.

Fino al 31 marzo 2008, attraverso il servizio di tramitazione offerto dalla Banca d'Italia sono stati regolati in media giornaliera bonifici SEPA disposti da aderenti a STEP2 a favore di partecipanti a BI-Comp per oltre 2 milioni, mentre il flusso dei pagamenti dal sistema italiano verso STEP2 è stato di circa 34.000 euro al giorno.

Nelle prime due settimane di attività, mediante il servizio di interoperabilità tra gli aderenti a BI-Comp e il sistema olandese Equens sono stati trattati bonifici SEPA per un valore medio giornaliero di circa 200.000 euro.

TARGET2-Securities e il CCBM2

Il progetto TARGET2-Securities è finalizzato alla creazione di una piattaforma tecnica, posseduta e gestita dall'Eurosistema, per il regolamento in moneta di banca centrale delle negoziazioni in titoli; la piattaforma verrebbe sviluppata dalla Banca d'Italia insieme alle banche centrali di Francia, Germania e Spagna, sfruttando le sinergie con TARGET2 per ridurre i costi di realizzazione e beneficiare delle avanzate soluzioni adottate per la *business continuity*. Obiettivo di TARGET2-Securities è migliorare in Europa l'efficienza e la concorrenza dei servizi di post-trading dei titoli.

L'accentramento e la standardizzazione delle procedure di regolamento delle transazioni in titoli favorirebbe la riduzione dei costi dei servizi di post-trading e il processo di armonizzazione legale e operativa nel comparto. La partecipazione alla piattaforma dei depositari centrali, che manterrebbero le relazioni contrattuali con la clientela nonché le attività di custodia pur dovendo dismettere le procedure interne di regolamento, sarebbe volontaria. Tra aprile e giugno 2007 si è svolta una prima consultazione pubblica sui principi e le caratteristiche generali di TARGET2-Securities. In base ai commenti ricevuti è stata predisposta – in collaborazione con le comunità finanziarie nazionali (National User Groups) – una prima versione dei "Requisiti utente", sottoposta nel mese di dicembre a una consultazione formale conclusasi lo scorso 2 aprile. Nell'estate del 2008 il Consiglio direttivo della BCE, sulla base dei risultati dell'analisi degli aspetti economici del progetto e del grado di adesione all'iniziativa da parte dei depositari centrali, deciderà sulla realizzazione di TARGET2-Securities, il cui completamento è attualmente previsto per il 2013.

In parallelo a TARGET2-Securities sono proseguiti i lavori relativi al progetto Collateral Central Bank Management (CCBM2), che ha l'obiettivo di realizzare una piattaforma tecnica per la gestione delle garanzie nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, in sostituzione delle procedure informatiche delle singole banche centrali. Il CCBM2 fornirà alle controparti dell'Eurosistema un servizio armonizzato per la gestione delle garanzie, su base domestica e transfrontaliera, accrescendone l'efficienza e riducendo i costi di back-office delle banche.

Nel primo semestre del 2007, in occasione della prima consultazione pubblica sui principi generali del CCBM2, le banche hanno mostrato elevato gradimento per l'iniziativa. Nei primi mesi dell'anno in corso l'Eurosistema ha sottoposto i "Requisiti utente" del CCBM2 a una consultazione, conclusasi lo scorso 5 maggio. La Banca d'Italia ha promosso l'attiva partecipazione del sistema bancario italiano e della Monte Titoli a entrambe le consultazioni. Entro l'estate il Consiglio direttivo della BCE deciderà sulla realizzazione del CCBM2.

19. I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE E DI REGOLAMENTO DEI TITOLI

Il processo di integrazione dei mercati finanziari internazionali

Nel 2007 si è registrata una decisa accelerazione del processo di concentrazione tra le principali borse valori. Dopo la fusione tra Euronext e New York Stock Exchange, altre due importanti operazioni hanno modificato l'assetto strutturale del comparto azionario a livello internazionale. Nel settore delle piattaforme di negoziazione proseguono le iniziative di grandi intermediari internazionali volte alla realizzazione di accordi di collaborazione transfrontaliera. Emerge anche la tendenza di fondi sovrani, interessati a diversificare i propri investimenti, ad acquisire partecipazioni al capitale delle società di gestione dei mercati azionari.

Nel giugno del 2007 è stato raggiunto l'accordo per l'integrazione tra il London Stock Exchange (LSE) e la Borsa Italiana, che ha dato vita al principale mercato europeo in termini di liquidità e di capitalizzazione delle società quotate. Le due borse sono rimaste legalmente distinte e assoggettate ai rispettivi assetti regolamentari; sono attese sinergie dall'adozione su entrambi i mercati della nuova piattaforma di negoziazione del London Stock Exchange (TradeElect). È tuttora in fase di definizione il progetto di revisione organizzativa che interesserà anche le altre società del gruppo Borsa Italiana: Monte Titoli spa, Cassa di compensazione e garanzia spa ed MTS spa. Il cambiamento del controllo di Euronext aveva comportato a giugno l'esercizio dell'opzione da parte di Borsa Italiana per acquisire il controllo di MTS.

Nel mese di settembre si è realizzata l'acquisizione da parte del Nasdaq di OMX, il gruppo tecnologico che gestisce in modo integrato i mercati azionari del Nord Europa. In tale operazione è intervenuta anche la Borsa di Dubai che ha raggiunto il 20 per cento del nuovo gruppo, acquisendo inoltre dal Nasdaq una partecipazione del 20 per cento nel London Stock Exchange. Sempre a settembre il Qatar Investment Authority, fondo sovrano del paese arabo, ha a sua volta acquisito una partecipazione del 15 per cento nel London Stock Exchange Group.

Sette primarie banche internazionali, alcune già promotrici del progetto Turquoise - che si propone di sviluppare un circuito di negoziazione in concorrenza con le borse europee - hanno avviato a febbraio di quest'anno un'iniziativa per realizzare tra loro e insieme a grandi hedge fund un nuovo circuito (Rainbow) dedicato alle contrattazioni di prodotti derivati.

Le società-mercato italiane hanno continuato a rafforzare la loro posizione competitiva attraverso l'ampliamento dei servizi e un'accresciuta apertura ai mercati esteri.

Il gruppo MTS ha continuato nella strategia volta a estendere l'internazionalizzazione della propria piattaforma. Ha proseguito i contatti con la Cina per avviare lo sviluppo del mercato dei titoli a reddito fisso di tale paese. Ha siglato un Memorandum of Understanding con le autorità del Brasile per avviare nel 2008 un circuito per la negoziazione di titoli di Stato brasiliani. A giugno 2007 MTS ha lanciato un mercato per gli interest rate swap. È ancora in fase di studio la possibilità di far partecipare su un apposito segmento di EuroMTS gli hedge fund, ampliando così la platea degli aderenti al mercato.

Con il recepimento nell'ordinamento nazionale della direttiva CE 21 aprile 2004, n.39 (MiFID), avvenuto lo scorso 1° novembre, l'e-MID spa è stata autorizzata dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, a operare come impresa di investimento. La trasformazione in SIM ha come obiettivo quello di far evolvere il modello della società verso un assetto più conforme a quello dei principali broker attivi nel settore a livello internazionale e di favorire una maggiore offerta di servizi in Europa grazie all'inquadramento giuridico armonizzato che caratterizza le imprese di investimento. La società e-MID ha inoltre realizzato il progetto per regolare automaticamente in TARGET2 le operazioni in euro concluse sul proprio mercato.

I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Tra i mercati gestiti dalla società MTS ha continuato a svilupparsi in misura rilevante BondVision, il circuito dedicato agli scambi all'ingrosso di titoli di Stato con investitori istituzionali. Anche il segmento pronti contro termine (MTS/PCT) ha visto accrescere i valori delle negoziazioni, anche se meno dello scorso anno. In lieve aumento sono risultati i volumi sull'MTS a pronti (MTS cash); è proseguita invece la contrazione dell'attività su EuroMTS, il comparto sul quale vengono scambiati i titoli di Stato benchmark dell'area dell'euro. L'acuirsi della crisi dei mutui *subprime* nel mese di marzo dell'anno in corso ha condizionato in maniera particolarmente intensa l'attività sull'MTS cash.

Nel 2007 l'importo medio giornaliero negoziato sull'MTS cash è stato di 6,5 miliardi, con un aumento dell'1,5 per cento rispetto al 2006. I BTP hanno costituito il 56 per cento degli scambi (54 nel 2006), i CCT il 15 per cento (dal 14), i CTZ il 7 per cento, come nel 2006; si è invece ridotta la quota dei BOT (dal 24 al 21 per cento). Nei primi tre mesi del 2008 l'aumento della volatilità sui mercati finanziari ha determinato ampie oscillazioni delle negoziazioni sull'MTS: dopo un forte incremento dei volumi a gennaio, a marzo gli scambi si sono più che dimezzati rispetto ai due mesi precedenti, toccando il loro minimo storico a 3,3 miliardi di euro medi giornalieri, con una flessione di oltre il 57 per cento rispetto ai livelli precedenti alla crisi di luglio. Sull'EuroMTS le contrattazioni medie giornaliere - pari a poco più di 1 miliardo - si sono ridotte di circa il 19 per cento rispetto al 2006; un analogo decremento si è registrato nel primo trimestre di quest'anno.

L'ampliamento del differenziale denaro-lettera registrato in media nel 2007 è stato di quasi un punto base, attestandosi al di sopra dei 5 punti. Nel primo trimestre di quest'anno il differenziale è quasi raddoppiato, portandosi a circa 9 punti base e inducendo a marzo la società di gestione ad allentare gli obblighi di quotazione.

Il numero degli operatori presenti nell'MTS cash si è ridotto, così come il grado di concentrazione degli scambi. È proseguito l'aumento del ricorso alla controparte centrale.

Il numero dei partecipanti è sceso di dieci unità, a 108. La quota di volumi scambiati dai primi 5 operatori è stata del 26 per cento (27 nel 2006), quella relativa ai primi 10 operatori del 44,5 per cento (dal 46). Le due controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA, hanno garantito negoziazioni per un importo pari ai tre quarti degli scambi complessivi (62 per cento nel 2006).

I volumi trattati nel segmento pronti contro termine dell'MTS sono cresciuti del 6 per cento rispetto al 2006. L'incremento può essere ascritto al continuo progresso del segmento General Collateral e, in particolare, delle contrattazioni sulla scadenza overnight.

Nel comparto dei pronti contro termine i valori medi giornalieri si sono attestati a 63 miliardi (59 nel 2006). Sullo Special Repo, che rappresenta il 61 per cento del mercato (63 nel 2006), l'87 per cento degli scambi ha luogo sullo spot next. Sul General Collateral il 37 per cento delle negoziazioni è realizzato sulla scadenza overnight, che ha raggiunto importi giornalieri pari a 9,4 miliardi (50 per cento in più rispetto all'anno precedente); nei primi tre mesi di quest'anno, le contrattazioni sulla scadenza overnight sono all'incirca raddoppiate, toccando a gennaio e febbraio livelli massimi di 20 miliardi giornalieri.

Il mercato BondVision ha continuato a crescere a ritmi elevati. Nel 2007 i valori medi giornalieri complessivamente scambiati sono stati pari a 2,5 miliardi (di cui 1,5 miliardi in titoli di Stato italiani), con un incremento del 22 per cento rispetto al 2006. Il numero degli aderenti è ulteriormente aumentato, da 295 a 333. Le modalità di negoziazione con asta di questo mercato sono risultate particolarmente adatte nell'attuale fase di turbolenza, in quanto limitano i rischi derivanti dall'obbligo del dealer di esporre proposte vincolanti.

Il mercato interbancario dei depositi

I depositi interbancari scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID hanno registrato nell'anno una flessione del 7 per cento, mostrando un maggiore grado di concentrazione per scadenza e operatori. L'attività si è contratta dal mese di agosto, con il manifestarsi della crisi di fiducia nei mercati monetari e finanziari. La tendenza è proseguita nei primi tre mesi di quest'anno: rispetto allo stesso periodo del 2007 i volumi scambiati sull'e-MID si sono ridotti del 44 per cento, con una progressiva decrescita dell'attività degli operatori esteri.

Sull'e-MID gli scambi medi giornalieri si sono attestati nel 2007 a 22,4 miliardi (24,2 nel 2006), il 92 per cento dei quali negoziati sull'overnight (88 per cento nel 2006). La concentrazione dell'attività, misurata dalla quota dei primi dieci intermediari, si è leggermente ampliata (dal 25,0 al 27,5 per cento). È cresciuta anche l'incidenza degli scambi sul segmento large deal – dove è previsto un lotto minimo di negoziazione di 100 milioni – che è risultata pari al 60 per cento degli scambi complessivi (56 per cento nel 2006). Nel primo trimestre dell'anno in corso la media giornaliera dei volumi in euro è scesa a 15 miliardi, rispetto ai 26,9 del primo trimestre del 2007.

Nel 2007 l'attività degli operatori esteri ha rappresentato il 53 per cento di quella complessiva, in ulteriore crescita rispetto all'anno precedente (46 per cento). A partire da agosto gli intermediari non residenti hanno tuttavia ridotto le contrattazioni giornaliere, portando nel primo trimestre di quest'anno la loro quota di mercato al di sotto di quella degli operatori italiani. Alla fine del 2007 aderivano all'e-MID 196 intermediari, di cui 112 italiani.

I timori relativi al merito di credito delle controparti si sono riflessi significativamente sulle condizioni di mercato e sugli indicatori di liquidità. I differenziali denaro-lettera praticati dagli operatori sulla scadenza overnight si sono sensibilmente ampliati, soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, così come si sono ridotte le quantità proposte in pagina. Nel primo trimestre 2008 le operazioni supplementari a tre mesi delle banche centrali hanno contribuito a ripristinare condizioni migliori di liquidità, anche se non sono state sufficienti a fugare la crisi di fiducia tra gli operatori bancari, che hanno continuato a quotare proposte di negoziazione per volumi modesti.

Nel corso del 2007 il differenziale denaro-lettera sugli scambi overnight è in media quasi triplicato, passando da poco più di un punto a quasi 3,5 punti base; lo spread ha superato i 6 punti nell'ultimo trimestre dell'anno, per poi rientrare a circa 3 punti base nei primi mesi del 2008. Parallelamente, anche le quantità proposte in pagina dagli operatori sono andate riducendosi: tra luglio 2007 e il primo trimestre di quest'anno i volumi quotati sulla piattaforma sono diminuite di oltre il 25 per cento. Da agosto anche la variabilità del tasso sui depositi overnight è significativamente aumentata, per poi tornare parzialmente sui livelli precedenti nella prima parte del 2008.

Si è intensificato il rallentamento dell'attività sull'e-MIDER, il mercato dei derivati su tasso (*overnight indexed swaps*) gestito da e-MID spa, dove i volumi si sono più che dimezzati rispetto al 2006 scendendo a 70 milioni giornalieri.

I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia

L'industria europea del post-trading sta rispondendo alle sollecitazioni, di natura pubblica e privata, volte a migliorarne l'efficienza e l'integrazione. La firma del Codice di condotta per l'offerta di servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari ha stimolato le richieste di collegamento fra mercati, controparti centrali, sistemi di regolamento di diversi paesi, coerentemente con il principio sancito dalla direttiva MiFID che prevede per i mercati e gli intermediari, di scegliere, indipendentemente dalla localizzazione, il fornitore dei servizi di post-trading. Le differenze fra i sistemi giuridici dei paesi europei continuano tuttavia a rappresentare un ostacolo alla piena liberalizzazione dei servizi. Nella riunione del Consiglio Ecofin del marzo scorso, i Ministri finanziari e i Governatori della UE hanno ribadito la necessità di intensificare gli sforzi per abolire i residui ostacoli, di natura giuridica e fiscale, alla piena integrazione delle infrastrutture europee di compensazione e regolamento.

Nell'ottobre del 2006 le borse, le controparti centrali e i depositari centrali europei avevano sottoscritto, su impulso della Commissione europea, un Codice di condotta per l'offerta di servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari. Nel mese di giugno 2007 i gestori di detti sistemi hanno adottato una Linea guida per l'accesso e l'interoperabilità, al fine di disciplinare la realizzazione di collegamenti. A febbraio 2008 risultavano avanzate, nella UE, oltre 80 richieste in tal senso; l'iter di realizzazione dei collegamenti deve ancora completarsi.

Il Codice di condotta ha avuto l'effetto di migliorare la trasparenza tariffaria del comparto del post-trading. Nuovi soggetti si propongono di entrare nel mercato, con l'obiettivo di soddisfare la crescente domanda di servizi integrati proveniente dagli intermediari di maggiori dimensioni, i quali negoziano titoli su scala europea. Il depositario centrale statunitense DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) ha costituito nel Regno Unito una controparte centrale denominata EuroCCP, destinata a garantire le transazioni che saranno concluse sul mercato europeo Turquoise. Lo scorso 31 marzo EuroCCP è stata autorizzata dalla FSA a prestare servizi di controparte centrale nel Regno Unito.

L'adozione del Codice e l'avanzamento del progetto TARGET2-Securities stanno portando a una intensificazione delle iniziative di collaborazione fra i gestori dei sistemi di post-trading.

Lo scorso aprile sette depositari centrali europei, fra cui il tedesco Clearstream e lo spagnolo Iberclear, hanno concluso un accordo (cosiddetto Link Up Markets Iniziative) per la realizzazione di una infrastruttura tecnologica atta a facilitare i collegamenti fra i diversi sistemi, con l'obiettivo di consentire ai partecipanti a ciascuna piattaforma domestica di avere accesso ai servizi di regolamento offerti dagli altri depositari aderenti all'accordo.

Nel 2007 le società italiane del post-trading hanno preso parte ai lavori di realizzazione di TARGET2; hanno inoltre apportato ulteriori affinamenti ai sistemi gestiti al fine di migliorarne l'affidabilità e la capacità di affrontare situazioni critiche.

I servizi di gestione accentrata. – L'attività di gestione accentrata svolta dalla Monte Titoli è rimasta sostanzialmente stabile, sia con riferimento al valore degli strumenti finanziari accentrati, sia per quanto riguarda il numero di intermediari aderenti, mentre sono ancora cresciuti gli emittenti. La società è impegnata ad attuare un piano pluri-

nale di razionalizzazione e automazione delle modalità di colloquio con gli intermediari e con gli emittenti, mediante un intenso ricorso all'automazione dei processi, al fine di rendere il servizio più sicuro ed efficiente.

Ai prezzi di mercato, gli strumenti finanziari custoditi ammontavano alla fine 2007 a 2.770 miliardi, con un incremento del 2,9 per cento; il numero delle emissioni accentrate è salito del 4,5 per cento, mentre le disposizioni di trasferimento titoli sono aumentate del 22,7 per cento.

La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dietro ai depositari internazionali Euroclear e Clearstream. Alla fine del 2007 si registravano 2.451 aderenti al sistema di gestione accentrata (2.334 nel 2006); gli emittenti sono passati da 1.987 a 2.097.

Il regolamento delle transazioni in titoli. – Nel 2007 l'attività del sistema di regolamento Express II è ulteriormente aumentata. La media giornaliera delle transazioni immesse nella componente netta è stata pari a circa 108.000 operazioni, con un aumento di oltre il 5 per cento. Il controvalore medio giornaliero (circa 163 miliardi) risulta invece sostanzialmente stabile (-1,2 per cento rispetto all'anno precedente). Circa il 70 per cento delle transazioni elaborate dal sistema è stato concluso sui mercati regolamentati italiani. Continua a crescere l'incidenza delle operazioni garantite dalle controparti centrali, passata dal 32,6 nel 2006 al 36,0 per cento nel 2007.

Express II, dopo i perfezionamenti tecnici apportati negli ultimi due anni e con l'introduzione, nel febbraio 2007, di un sistema volto a penalizzare gli intermediari che presentano scoperture sui conti, ha assorbito senza traumi le turbolenze registrate sui mercati finanziari, facendo registrare un'elevata capacità di regolamento delle operazioni immesse in linea con quella degli anni precedenti. È continuata la tendenza alla diminuzione del controvalore regolato nel ciclo netto notturno; il calo è stato più che compensato dalla quota di transazioni regolate nei cicli netti diurni.

Il controvalore mediamente regolato a fine giornata è risultato pari al 99,0 per cento (98,9 per cento nel 2006). Il contributo complessivo della componente netta è migliorato, passando in termini di controvalore regolato dal 92,6 al 93,2 per cento. Il calo delle percentuali di regolamento del ciclo netto notturno (dall'80,6 al 79,5 per cento) è stato più che compensato dal miglioramento del ciclo diurno, passato dal 12,0 al 13,7 per cento del totale immesso. Nei primi tre mesi del 2008 la quota di controvalore regolato nel ciclo netto notturno è scesa al 71,8 per cento, soprattutto a causa delle scoperture generate da alcuni aderenti esteri di grandi dimensioni. Gli operatori che presentano con maggiore frequenza posizioni scoperte nel ciclo netto notturno risultano essere i grandi intermediari internazionali, a motivo della più elevata complessità della loro attività, che richiede capacità di colloquio con sistemi di vari paesi.

Il sistema ha beneficiato del crescente ricorso dei partecipanti ai meccanismi di concessione automatica del credito infragiornaliero della Banca d'Italia.

All'interno del ciclo notturno il credito erogato per via automatica è passato da 3,8 a 4,6 miliardi di euro e ha consentito di coprire oltre il 50 per cento dei saldi a debito dei partecipanti. Tale valore è ulteriormente aumentato nei primi tre mesi del 2008, quasi al 60 per cento. Gli strumenti finanziari provenienti dalla liquidazione (self collateralisation) restano la quota di gran lunga prevalente dei titoli posti a garanzia.

Il numero di aderenti alla componente netta del sistema è lievemente diminuito, da 127 a 122, mentre è ulteriormente cresciuto il grado di concentrazione. Nel 2007 ai due operatori più attivi ha fatto capo una quota di attività pari al 40,3 per cento; l'incidenza dei primi cinque operatori era pari al 70,4 per cento. Nei primi tre mesi del 2008 tali valori sono passati rispettivamente al 42,6 e al 74,4 per cento.

Si è mantenuta rilevante la quota di attività degli intermediari esteri (62,7 per cento), concentrata su pochi operatori; ai tre maggiori ha fatto capo il 40,6 per cento del controvalore totale immesso nel sistema. L'attività è cresciuta anche sulla componente lorda di Express II, che ha evidenziato in termini di controvalore regolato una media giornaliera di 37,9 miliardi (33 nel 2006). Nel complesso, il sistema lordo ha ulteriormente migliorato le proprie caratteristiche di efficienza operativa.

Si è registrato un deciso incremento delle transazioni over-the-counter (passate dal 57,4 al 66,8 per cento); sono diminuiti i volumi di attività connessi con il regolamento delle operazioni in fail provenienti dalla componente netta (dal 38,6 al 29,6 per cento) e quelli derivanti dalla gestione operativa della politica monetaria (dal 4 al 3,5 per cento). Il tempo medio di regolamento delle operazioni nel sistema lordo all'interno della giornata di regolamento si è ridotto, risultando pari a 34 minuti nel 2007 contro i 37 dell'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia. – I volumi di attività della controparte centrale italiana hanno mostrato una decisa crescita sul mercato azionario e su quello dei derivati; su quello obbligazionario si è registrata una lieve riduzione rispetto all'anno precedente.

La Cassa di Compensazione e garanzia ha garantito 73,6 milioni di contratti conclusi sul mercato azionario a pronti (58,4 nel 2006) per un controvalore medio giornaliero di 6,3 miliardi (4,5 nel 2006). Anche sul mercato dei derivati azionari (Idem) si è registrato un incremento consistente: il numero di contratti è salito a 37,1 milioni (31,6 milioni l'anno precedente). Sul comparto a pronti dell'MTS, l'attività è cresciuta da 471 a 556 miliardi, mentre sul comparto dei repo i controvalori garantiti sono passati da 3.921 a 3.290 miliardi.

I margini versati alla Cassa sono aumentati in misura considerevole, riflettendo sia la maggiore attività di negoziazione sui mercati garantiti, sia la più elevata volatilità dei corsi dei titoli rispetto agli anni precedenti. Il servizio di controparte centrale offerto sul mercato MTS congiuntamente a LCH.Clearnet SA ha contribuito al totale dei margini raccolti con una quota pari a circa il 7 per cento.

Nel 2007 la media giornaliera dei margini iniziali richiesti è stata pari a 2,6 miliardi (2,2 nel 2006). I valori massimi sono stati raggiunti in maggio; in alcune giornate hanno raggiunto punte di 5,6 miliardi. L'ammontare medio giornaliero dei margini scambiati tra la Cassa e LCH.Clearnet SA derivanti dall'attività dei rispettivi partecipanti è stato pari a 41 milioni, contro i 48 del 2006. Nel primo trimestre del 2008, a seguito della contrazione dell'operatività sui mercati garantiti dalla Cassa, i margini giornalieri versati in media dai partecipanti sono stati pari a 1,8 miliardi di euro.

Il numero di aderenti alla Cassa è rimasto pressoché stabile (130); il comparto con la partecipazione più ampia è quello azionario. Il grado di concentrazione dell'attività resta elevato. I primi due aderenti coprono una quota dei margini versati pari al 28 per cento (il 46 per cento considerando i primi cinque). Il ruolo degli intermediari esteri resta molto importante, con più del 50 per cento del volume di attività. Il ricorso alla procedura di acquisto forzoso (cosiddetto *buy-in*) si è quasi triplicato rispetto al 2006 (136 interventi contro 51); i destinatari degli interventi sono stati per lo più i partecipanti indiretti.

LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

20. GLI INTERMEDIARI E L'IMPATTO DELLA TURBOLENZA FINANZIARIA

L'effetto della turbolenza sul sistema bancario italiano è risultato modesto se confrontato con quello dei sistemi di altri paesi avanzati investiti dalla crisi dei mutui *subprime* statunitensi (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Le banche italiane sono risultate meno esposte, direttamente o indirettamente, ai rischi derivanti da tale segmento. Al contenimento dell'impatto hanno contribuito un modello di operatività meno caratterizzato da forme complesse di trasferimento del rischio di credito e una struttura della raccolta più stabile. Norme e prassi di supervisione prudenti, con particolare riferimento alla disciplina sulle cartolarizzazioni e al consolidamento dei veicoli fuori bilancio, hanno rappresentato un ulteriore fattore di contenimento degli effetti della crisi.

La turbolenza ha tuttavia determinato riflessi su alcuni intermediari; il valore dei prodotti di finanza strutturata nel loro portafoglio ha risentito negativamente del deterioramento delle garanzie collegate al settore dei mutui statunitensi *subprime* o caratterizzati da incompleta documentazione (*Alt-A*) e della riduzione dello spessore dei relativi mercati. Si è inoltre registrata una accentuazione del rischio di liquidità, nella duplice natura di peggioramento inatteso delle condizioni di raccolta dei fondi (*funding liquidity risk*) e di difficoltà di smobilizzare in modo non svantaggioso le attività in portafoglio (*market liquidity risk*). In questo contesto, la Banca d'Italia ha affiancato alle ordinarie attività di controllo sugli intermediari una serie di azioni volte ad accertere l'esposizione ai rischi dei soggetti vigilati e a verificare i fattori di vulnerabilità del sistema bancario e finanziario alle dinamiche di mercato.

Sono state condotte su un insieme rappresentativo di intermediari indagini tese a misurare in modo tempestivo le situazioni di potenziale fragilità. In particolare, sono state avviate rilevazioni sulle esposizioni relative al settore *subprime* e, più in generale, agli strumenti di finanza strutturata, sui rischi di controparte nei confronti delle assicurazioni che vendono protezione dal rischio di credito (cosiddette *monolines*), nonché sull'evoluzione della liquidità degli intermediari e sulla gestione dei relativi rischi da parte degli stessi.

Sono stati tenuti sotto osservazione indicatori che riflettono sia la rischiosità delle banche sia il grado di avversione al rischio degli investitori, al fine di valutare la percezione degli operatori di mercato circa la potenziale vulnerabilità degli intermediari.

Sono stati realizzati interventi su singole banche tesi a: sollecitare un'appropriata valutazione delle attività e delle esposizioni al rischio; richiedere l'adeguamento dei sistemi di gestione dei rischi; assicurare livelli di capitale e di liquidità in grado di fronteggiare un contesto di mercato più difficile.

Gli effetti della turbolenza finanziaria e l'azione di vigilanza

Le indagini sulle esposizioni ai rischi. – Nel mese di agosto del 2007 è stata condotta una prima rilevazione sull'esposizione del sistema bancario italiano ad attività collegate al segmento dei mutui ipotecari statunitensi *subprime* e *Alt-A*. In settembre le banche sono state invitate a effettuare un'autovalutazione completa sui rischi derivanti da *asset-backed securities* (ABS), *collateralized debt obligations* (CDO) ed esposizioni nei confronti di veicoli e di hedge fund.

Dalle rilevazioni è emerso che nessuna banca del sistema risultava esposta direttamente verso i comparti *subprime* e *Alt-A* statunitensi (cioè attraverso l'erogazione diretta di mutui). A settembre del 2007 quaranta istituti presentavano esposizioni indirette, per un ammontare di 4,9 miliardi, connesse con ABS, CDO e quote di fondi speculativi il cui sottostante era investito per circa la metà in crediti *subprime* e *Alt-A*; circa il 63 per cento di questi strumenti aveva un rating tripla A.

Un analogo approfondimento, basato sulle segnalazioni di vigilanza al 30 settembre 2007, è stato condotto per i fondi comuni aperti di diritto italiano. Non sono state rilevate esposizioni in ABS aventi come sottostante crediti *subprime* o *Alt-A*. Più in generale, il complesso delle ABS e dei titoli strutturati sul totale delle attività dei fondi comuni aperti è risultato estremamente contenuto. Anche per i fondi speculativi di diritto italiano un'analisi condotta sulla base di un'apposita informativa richiesta agli intermediari ha rilevato un'esposizione nel complesso contenuta. Alla fine di settembre del 2007 i fondi di fondi speculativi di diritto italiano, che rappresentano la quota preponderante del mercato, detenevano in portafoglio quote di fondi con un'esposizione significativa (superiore al 20 per cento dell'attivo) per un ammontare pari all'1,2 per cento del patrimonio netto complessivo. L'impatto limitato appare riconducibile principalmente all'adozione di politiche di investimento caratterizzate da un adeguato frazionamento del portafoglio e dalla previsione di limiti all'investimento in titoli poco liquidi.

Nell'ambito delle iniziative di vigilanza avviate a seguito dell'emergere delle tensioni sui mercati finanziari internazionali è stata svolta un'indagine tra le maggiori banche sull'esposizione verso gli assicuratori specializzati nell'offerta di garanzie e coperture su titoli di debito e altri finanziamenti (cosiddetti *financial guarantors*, ovvero assicurazioni *monoline*). L'indagine si proponeva di valutare l'esposizione al rischio di controparte connesso col possibile deterioramento della situazione finanziaria delle *monolines*. Alla fine dello scorso anno l'esposizione complessiva lorda delle banche italiane oggetto d'indagine è risultata pari, in valore nominale, a 3,9 miliardi, quasi interamente sotto forma di garanzie ricevute. Solo il 6 per cento delle garanzie si riferisce a titoli *residential mortgage-backed securities* (RMBS) o a CDO aventi come sottostante mutui *subprime*.

Nella rilevazione si è tenuto conto sia delle esposizioni dirette (partecipazioni, acquisto di titoli emessi dalle assicurazioni monoline, finanziamenti) sia indirette (posizioni garantite dai financial guarantors con polizze su singole transazioni o con forme di credit enhancement sull'intera operazione). Le assicurazioni monoline che operano maggiormente sul mercato italiano sono PMI (24 per cento dell'esposizione lorda), MBIA (17 per cento), Ambac e FGIC (15 per cento ciascuna).

Nel settembre del 2007 le banche sono state destinatarie di un intervento di sensibilizzazione finalizzato a sottolineare la necessità che gli organi di governo dispongano

di una piena consapevolezza delle operazioni di finanza strutturata, al fine di poter procedere a una corretta valutazione dei rischi. Tale esigenza riveste particolare rilievo con riguardo alla struttura e alle modalità operative delle società veicolo – in particolare *conduits* e *structured investment vehicles* – e degli attivi da esse acquisiti. In proposito, i gruppi italiani sono stati indotti al consolidamento contabile nei casi in cui i rischi e i benefici dei veicoli restavano, di fatto, a loro carico; in alcuni casi gli intermediari hanno provveduto a ridurre le esposizioni verso i veicoli mediante il progressivo smobilizzo delle attività da questi detenute. È stata inoltre richiamata l'attenzione delle banche interessate sulla necessità di operare valutazioni in bilancio improntate a rigore, con riferimento sia agli strumenti con sottostante mutui *subprime* del mercato statunitense sia a tutti gli altri strumenti di finanza strutturata che hanno risentito dell'effetto negativo della crisi. Inoltre, è stato chiesto di fornire un'adeguata informativa al mercato in ordine alla composizione dei portafogli, con particolare riferimento alla finanza strutturata e alle tecniche di valutazione utilizzate. Specifici interventi su tali profili sono in atto nei confronti dei maggiori intermediari.

Sono state avviate attività di analisi, accompagnate da accertamenti ispettivi presso alcuni importanti operatori, sull'esposizione delle banche verso il comparto dei mutui residenziali (cfr. il paragrafo: *I rischi*) e, più in generale, verso le imprese operanti nel settore delle costruzioni. Le indagini seguono il recente sviluppo del mercato italiano dei mutui residenziali, sostenuto da politiche di offerta più dinamiche anche per effetto dell'accresciuta concorrenza da parte di operatori esteri.

L'attività di controllo sul rischio di liquidità. – Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali hanno comportato difficoltà nel rinnovare le passività di mercato in scadenza e nel collocare nuove emissioni di titoli all'ingrosso; si è assistito anche a una riduzione dell'operatività sui mercati interbancari (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*). Tuttavia, una struttura della raccolta tradizionalmente orientata al settore al dettaglio (sia per il tramite di depositi che attraverso obbligazioni) ha contribuito a contenere gli effetti diretti di tali turbolenze. Le banche hanno fatto fronte alla difficoltà di reperire fondi sui mercati internazionali intensificando le emissioni sul mercato interno e aumentandone i rendimenti. Ciò è avvenuto anche a seguito del deflusso di risparmio delle famiglie italiane dagli altri investitori istituzionali come i fondi comuni e le compagnie assicurative (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*).

Più in generale, sul fronte della gestione della liquidità le banche hanno perseguito politiche maggiormente prudenti, anche grazie all'azione di vigilanza. Dal settembre del 2007 la Banca d'Italia ha integrato l'ordinaria attività di monitoraggio del profilo di liquidità delle banche con una rilevazione settimanale dell'esposizione consolidata dei principali gruppi e degli intermediari particolarmente esposti, anche in ragione della maggiore dipendenza dall'approvvigionamento di fondi sul mercato.

La rilevazione – che è estesa anche ad alcune banche di media dimensione – riguarda la posizione di liquidità sino a tre mesi, la disponibilità di attività liquide, l'entità e le caratteristiche delle attività stanziabili per operazioni di rifinanziamento, la situazione strutturale e le esigenze di funding a più lunga scadenza. Le soluzioni organizzative adottate dalle banche a presidio del rischio di liquidità sono oggetto di specifici approfondimenti: l'interlocuzione con gli operatori è volta a promuovere l'adozione delle migliori prassi, comprendenti tra l'altro l'attivazione di efficaci raccordi tra le funzioni responsabili della gestione della liquidità e quelle preposte al controllo integrato dei rischi aziendali.

All'azione di controllo si affianca un'azione di sensibilizzazione degli operatori tesa a favorire il mantenimento di una stretta sorveglianza del rischio di liquidità e il rafforzamento degli strumenti per la valutazione dell'impatto di scenari avversi, mediante l'effettuazione di prove di stress sufficientemente severe e l'aggiornamento dei piani di gestione della liquidità in presenza di condizioni di mercato sfavorevoli (*contingency funding plans*).

Nei primi mesi del 2008 è stata effettuata un'indagine conoscitiva su banche di grande e media dimensione finalizzata ad approfondire le modalità di gestione della liquidità.

Sulla base dei risultati emersi, il sistema bancario nazionale tende a utilizzare schemi tradizionali di gestione della liquidità anche in considerazione del modello prevalente di banca commerciale. Il campione esaminato utilizza generalmente tecniche di gap analysis anche se, soprattutto per gli intermediari di maggiore dimensione, emerge lo sviluppo di metodi più avanzati, volti a stimare la dinamica di specifiche poste attive e passive (con riferimento, ad esempio, ai depositi a vista e al pagamento anticipato dei mutui). L'analisi condotta ha infine mostrato come la definizione degli stress test sia ancora in una fase di sviluppo e l'utilizzo degli stessi sia eterogeneo sia per il supporto decisionale sia per la predisposizione dei contingency funding plans.

Le informazioni di mercato sulle banche. – Le incertezze generate dalla crisi e le ripercussioni sui bilanci degli intermediari hanno determinato dalla metà dello scorso anno un ampliamento dei premi sui CDS e una diminuzione dei corsi azionari per tutti i principali intermediari. Tali andamenti hanno riguardato le banche italiane in misura nel complesso non dissimile dalle principali banche europee.

Dopo i valori elevati registrati nei mesi di settembre e novembre dello scorso anno, dall'inizio del 2008 l'andamento degli spread sui CDS è risultato nuovamente in aumento; alla metà di marzo essi hanno raggiunto valori medi prossimi a 145 e 175 punti base per le banche italiane e quelle europee rispettivamente. Dalla seconda metà di marzo, in seguito all'intervento delle banche centrali e alla pubblicazione dei bilanci bancari, gli spread sono diminuiti; alla fine di aprile essi sono risultati pari a 50 e 65 punti base rispettivamente. I premi richiesti sulle emissioni delle banche italiane sono stati meno elevati, sia pur di poco, dell'indice iTraxx Europe Financials e del valore medio delle banche europee. È presumibile che ciò sia il riflesso di una situazione ritenuta più favorevole in termini di minore esposizione al comparto subprime e al rischio di liquidità, data anche la maggiore stabilità delle forme di raccolta che caratterizza le banche italiane.

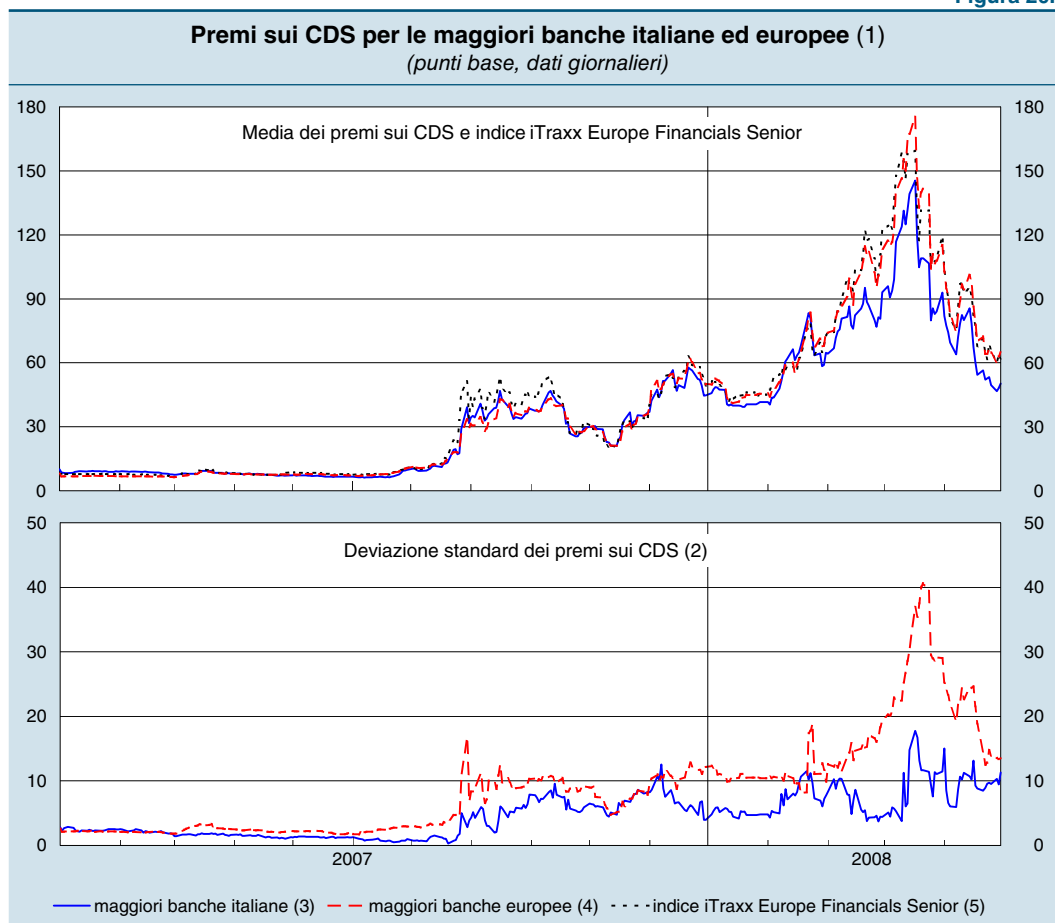
La variabilità dei premi sui CDS tra le banche europee ha mostrato un forte incremento nello scorso mese di marzo. Ciò potrebbe indicare una diversa esposizione al rischio dei principali intermediari europei, nonché una maggiore capacità del mercato di discriminare tra le posizioni di rischio man mano che venivano pubblicate le informazioni sulle perdite connesse con i prodotti subprime. La variabilità tra i gruppi italiani è stata minore (fig. 20.1).

L'incertezza sui mercati finanziari si è riflessa anche sui corsi azionari delle maggiori banche italiane. Tra l'inizio del 2007 e la fine di aprile di quest'anno essi hanno registrato perdite mediantemente dell'ordine del 30 per cento, in linea con quelle delle principali banche europee.

L'attuazione delle raccomandazioni del Financial Stability Forum. – L'azione della Banca d'Italia si è raccordata, sui piani dell'analisi e della tipologia degli interventi, a quella definita e sviluppata in ambito internazionale, con particolare riferimento alle 67 raccomandazioni del Financial Stability Forum (FSF) (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*).

Un primo impegno della Banca riguarderà la partecipazione ai lavori degli organismi internazionali, in particolare a quelli del Comitato di Basilea che dovrà modificare il trattamento prudenziale previsto da Basilea II per talune tipologie di operatività complesse ed emanare nuove linee guida.

Figura 20.1



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream.

(1) CDS riferiti a emissioni senior con scadenza 5 anni. – (2) Per ogni dato giornaliero, deviazione standard (cross-section) della distribuzione dei premi osservati, rispettivamente, per le maggiori banche italiane e le maggiori banche europee. – (3) UniCredit, Intesa Sanpaolo e MPS. – (4) Banco Santander, BBVA, Barclays, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Dexia, Fortis, HBOS, HSBC Bank, ING Bank, Lloyds, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS. – (5) Serie iTraxx Europe Financials Senior 6, 7, 8 e 9 on-the-run, con scadenza 5 anni.

Tra le raccomandazioni rivolte alle autorità di regolamentazione e vigilanza nazionali, possono ritenersi già attuate nel nostro sistema nove raccomandazioni, tra le quali quella relativa al tempestivo recepimento nella normativa nazionale della nuova regolamentazione prudenziale di Basilea II; quella in materia di sistemi di incentivazione del management degli intermediari, disciplinati dalle “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche” emanate dalla Banca d’Italia nel marzo del 2008 (cfr. il capitolo 22: *L’azione di Vigilanza*); quella che prevede l’obbligo di costituire i collegi dei supervisori sui principali gruppi cross-border.

Per le raccomandazioni ancora da attuare a livello nazionale, la Banca d’Italia ha in programma una serie di iniziative differenziate a seconda delle diverse aree d’intervento indicate dal FSF.

Con riferimento al rafforzamento della vigilanza prudenziale sul patrimonio, sulla liquidità e sulla gestione dei rischi, nell’ambito del processo di controllo prudenziale previsto dal secondo pilastro di Basilea II verrà posta particolare attenzione all’adeguatezza dei livelli di patrimonializzazione delle banche nell’attuale contesto di mercato. A tale scopo verrà costituito un tavolo di lavoro che coinvolgerà le diverse strutture della Vigilanza per assicu-

rare la coerenza e l'omogeneità dei criteri per la determinazione di dotazioni patrimoniali aggiuntive, anche mediante la definizione di procedure di stress test.

Circa le raccomandazioni in tema di trasparenza informativa e criteri di valutazione dei rischi rivolte agli intermediari, la Banca d'Italia, come già indicato, ha provveduto a richiamare l'attenzione dei principali gruppi bancari su un'adeguata informativa sui rischi collegati agli episodi di turbolenza sui mercati; è in programma un'analoga azione di sensibilizzazione – indirizzata all'intero sistema – circa la necessità di utilizzare le più avanzate prassi di disclosure indicate nel rapporto del FSF.

In tema di rafforzamento degli strumenti conoscitivi e di intervento delle autorità di vigilanza, e nell'ambito dell'azione di monitoraggio e sensibilizzazione sul rischio di liquidità, agli intermediari verrà richiesto l'aggiornamento periodico dei *contingency funding plans*.

Tra le misure previste per il rafforzamento dei meccanismi di gestione delle situazioni di crisi degli intermediari cross-border, viene prevista l'istituzione di un apposito gruppo di lavoro, integrato con i rappresentanti delle banche centrali, con funzioni complementari rispetto a quelle del collegio dei supervisori. Per i collegi dei supervisori dei gruppi UniCredit e Intesa Sanpaolo, nei quali la Banca d'Italia ha funzione di home supervisor, sono state già previste le opportune iniziative – con riguardo alla tipologia di informazioni da condividere in caso di crisi e di simulazione di situazioni di crisi – che permetteranno di dare attuazione alla raccomandazione entro il 2008.

Redditività, patrimonio e qualità degli attivi dei gruppi bancari

Redditività. – Nel 2007 gli utili netti dei gruppi bancari italiani, cresciuti del 13,0 per cento, sono stati sospinti da rilevanti plusvalenze e ricavi di natura straordinaria connessi con operazioni di riassetto societario realizzate da alcuni dei maggiori gruppi. Il risultato operativo netto, che esclude le poste straordinarie, è diminuito del 2,7 per cento (tav. 20.1). I gruppi sono rappresentativi dell'85 per cento circa del complesso delle attività del sistema (gruppi e banche non appartenenti a gruppi). Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) si è ridotto di circa un punto percentuale, al 12,9 per cento; al netto delle plusvalenze e dei ricavi straordinari, il ROE risulta in flessione di quasi tre punti, all'11,2 per cento (per una valutazione dell'andamento della redditività su base non consolidata delle banche operanti nel mercato italiano, cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

La crescita ancora sostenuta, in media d'anno, dei volumi intermediati ha contribuito a un aumento del margine d'interesse dell'8,4 per cento (10,0 nel 2006). Gli altri ricavi si sono ridotti del 10,3 per cento, contro un aumento del 7,5 per cento nell'anno precedente; la flessione è riconducibile alla persistente debolezza del settore del risparmio gestito e, nello scorcio dell'anno, all'impatto della turbolenza sui mercati finanziari.

Nel complesso, il margine d'intermediazione è diminuito dello 0,6 per cento, a fronte di una crescita dell'8,8 per cento nel 2006. Il contributo degli altri ricavi al margine d'intermediazione, una misura della diversificazione delle fonti di reddito, è diminuito dal 48,1 al 43,4 per cento.

L'impatto della crisi sulla redditività bancaria ha riguardato prevalentemente i proventi dell'attività di trading del portafoglio di negoziazione e la valutazione ai prezzi di mercato (fair value) dei titoli, specialmente nel comparto della finanza strutturata. Le svalutazioni riportate dai maggiori gruppi si sono attestate nel 2007 a circa 1,4 miliardi; ulteriori svalutazioni per circa 1,2 miliardi sono state annunciate con riferimento al primo trimestre dell'anno in corso.

Tavola 20.1

Conto economico consolidato dei gruppi bancari italiani (1) (valori in milioni di euro; tassi di crescita e indicatori in percentuale)						
	Totale gruppi			Maggiori gruppi (2)		
	2006	2007 (3)	Variazione	2006	2007 (3)	Variazione
Margine di interesse (a)	44.877	48.648	8,4	31.949	33.597	5,2
Altri ricavi (b)	41.646	37.358	-10,3	30.638	26.784	-12,6
di cui: commissioni	28.689	28.934	0,9	21.089	21.016	-0,3
Margine di intermediazione (c=a+b)	86.523	86.007	-0,6	62.587	60.382	-3,5
Costi (d)	51.413	51.469	0,1	36.521	35.523	-2,7
di cui: spese per il personale	29.953	29.662	-1,0	21.466	20.716	-3,5
Risultato di gestione (e=c-d)	35.110	34.538	-1,6	26.066	24.858	-4,6
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	9.965	10.082	1,2	6.941	7.097	2,2
di cui: per deterioramento di crediti	7.040	7.405	5,2	4.741	5.019	5,9
Risultato operativo netto (g=e-f)	25.145	24.457	-2,7	19.125	17.762	-7,1
Proventi straordinari (h)	2.593	1.749	-32,6	2.234	1.353	-39,4
Utile lordo (i=g+h)	27.738	26.204	-5,5	21.359	19.114	-10,5
Imposte (l)	8.714	9.222	5,8	6.222	6.155	-1,1
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	310	4.668		187	4.671	
Utile di pertinenza di terzi (n)	1.377	1.358	-1,4	1.036	988	-4,6
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n)	17.958	20.292	13,0	14.288	16.642	16,5
Indicatori						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	48,1	43,4		49,0	44,4	
Cost-income ratio (4)	59,4	59,8		58,4	58,8	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	20,1	21,4		18,2	20,2	
ROE	14,3	12,9		16,3	14,7	

(1) Segnalazioni di vigilanza consolidate dei soli gruppi bancari. Per la definizione degli aggregati cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi cinque gruppi bancari per totale dell'attivo. – (3) Dati provvisori. – (4) Il cost-income ratio è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

I costi operativi sono risultati invariati; le spese per il personale sono diminuite dell'1,0 per cento. Il rapporto tra i costi operativi e il margine d'intermediazione è aumentato di circa mezzo punto percentuale, al 59,8 per cento.

Il risultato di gestione è diminuito dell'1,6 per cento. Il complesso degli accantonamenti e delle rettifiche di valore è cresciuto dell'1,2 per cento. La componente connessa con il deterioramento di crediti, in particolare, è aumentata del 5,2 per cento; la sua incidenza sul risultato di gestione si è incrementata di circa un punto percentuale, al 21,4 per cento.

La performance dei cinque maggiori gruppi è risultata sostanzialmente analoga a quella del complesso dei gruppi. Il ROE è sceso dal 16,3 al 14,7 per cento; la riduzione sarebbe stata di tre punti escludendo

le plusvalenze e i ricavi straordinari. La flessione del margine d'intermediazione (3,5 per cento), pur in presenza di una dinamica flettente dei costi operativi (2,7 per cento), ha determinato una riduzione del risultato di gestione del 4,6 per cento. Il rapporto tra costi e ricavi è lievemente cresciuto, al 58,8 per cento.

Adeguatezza patrimoniale. – Nel 2007 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano, compreso quello delle banche non appartenenti a gruppi, è aumentato del 5,1 per cento, attestandosi a 201,7 miliardi. L'incremento è stato di circa 10 miliardi, inferiore a quello dell'anno precedente; questo risultato è influenzato dalla riduzione delle riserve a fronte della valutazione dei titoli che vengono contabilizzate nel patrimonio supplementare (tav. 20.2).

Tavola 20.2

Adeguatezza patrimoniale delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (dati di fine periodo in milioni di euro)				
Voci	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2006	2007	2006	2007
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	11.567	10.807	7.611	6.765
Patrimonio di vigilanza	191.844	201.671	114.000	116.406
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	10,7	10,4	9,9	9,5
Coefficiente relativo al patrimonio di base (valori percentuali)	7,8	7,6	6,8	6,5
Eccedenze	49.767	46.544	22.758	19.111
Deficienze	115	41	–	–
Numero banche deficitarie	1	3	–	–

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo dei coefficienti di patrimonializzazione cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi cinque gruppi bancari per totale dell'attivo.

Il patrimonio di base, pari a 149,6 miliardi, è cresciuto del 5,5 per cento; la dinamica ha risentito degli effetti delle nuove norme concernenti le deduzioni patrimoniali.

Tra i principali mutamenti introdotti dalla nuova disciplina sul patrimonio di vigilanza, entrata in vigore il 1° gennaio 2007, si annovera il trattamento degli elementi da dedurre. Nelle precedenti disposizioni di vigilanza le deduzioni venivano applicate direttamente alla somma del patrimonio di base e supplementare; le deduzioni sono ora applicate per il 50 per cento al patrimonio di base e per il 50 per cento al patrimonio supplementare.

Il patrimonio supplementare è diminuito del 9,4 per cento, attestandosi a 57,6 miliardi; la variazione è riconducibile sia alla nuova normativa sulle deduzioni sia alla menzionata riduzione delle riserve da valutazione titoli a seguito della turbolenza sui mercati nella seconda metà dell'anno.

Il coefficiente di patrimonializzazione complessivo si è ridotto di tre decimi di punto percentuale, al 10,4 per cento; la crescita delle risorse patrimoniali non è stata di importo tale da compensare l'aumento, dell'8,3 per cento, delle attività ponderate per il rischio. Le eccedenze patrimoniali sono scese da 49,8 miliardi nel 2006 a 46,5 nel 2007. Il coefficiente relativo al patrimonio di base (tier 1 ratio), che comprende le componenti con più elevata capacità di assorbimento delle perdite, è diminuito di due decimi di punto, al 7,6 per cento. Il core tier 1 ratio, il coefficiente relativo al patrimonio di base al netto degli strumenti ibridi di capitale, si è ridotto anch'esso di due decimi di punto, al 7,1 per cento.

Per i maggiori gruppi bancari il coefficiente complessivo è sceso dal 9,9 al 9,5 per cento e il tier 1 ratio dal 6,8 al 6,5 per cento. Il core tier 1 ratio è diminuito dal 6,0 al 5,7 per cento; la quota del patrimonio di base dei maggiori gruppi attribuibile alle componenti di migliore qualità è pari all'88 per cento circa alla fine del 2007, valore relativamente elevato nel confronto internazionale tra i gruppi di grande dimensione.

Nel 2007 il cost-income ratio e il ROE dei maggiori gruppi italiani sono risultati sostanzialmente in linea con i valori medi delle grandi banche europee, pari, rispettivamente, al 61,0 e al 15,4 per cento. I coefficienti di patrimonializzazione, invece, sono risultati più bassi rispetto ai valori medi del 7,8 e del 10,9 per cento, rispettivamente per il tier 1 ratio e il total capital ratio.

La qualità degli attivi bancari. – Alla fine dello scorso anno le esposizioni creditizie nei bilanci consolidati dei gruppi bancari, comprensivi delle controllate estere, si ragguagliavano a 2.390 miliardi circa, in aumento del 5,4 per cento rispetto all'anno precedente (tav. 20.3). Le esposizioni nei confronti della clientela ordinaria erano pari all'82 per cento del totale. Le esposizioni fuori bilancio (crediti di firma, garanzie, strumenti derivati creditizi e finanziari e altri impegni, tra cui le linee di liquidità) si ragguagliavano a 740 miliardi circa, in crescita dell'11,2 per cento rispetto all'anno precedente.

Nel 2007 la qualità del credito, misurata dal rapporto tra partite deteriorate (sofferenze, incagli e crediti ristrutturati, scaduti e/o sconfinanti da più di 180 giorni) ed esposizioni in bilancio verso clientela ordinaria, è leggermente migliorata, passando dal 5,1 al 4,8 per cento; il rapporto relativo alle sole sofferenze si è ridotto dal 3,2 al 3,1 per cento. Il 50 per cento delle partite deteriorate è coperto da svalutazioni effettuate in bilancio. Il rapporto tra partite deteriorate ed esposizioni in bilancio risulta più elevato per la clientela residente (5,1 per cento) rispetto a quella non residente (4,0 per cento).

Tavola 20.3

Gruppi bancari: esposizioni e rettifiche di valore (1) (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Esposizioni (2)		Quota sul totale delle esposizioni in bilancio verso clientela		Tasso di copertura (3)
	di cui: quota verso residenti				
	2007 (4)		2006	2007 (4)	2007 (4)
Totale gruppi (5)					
Esposizioni in bilancio verso clientela	1.959.765	72,6	100,0	100,0	2,9
di cui: in bonis	1.865.694	72,3	94,9	95,2	0,5
di cui: deteriorate	94.072	77,0	5,1	4,8	49,5
<i>crediti scaduti e/o sconfinanti da più di 180 giorni</i>	7.405	95,2	0,4	0,4	7,9
<i>crediti ristrutturati</i>	4.538	39,6	0,3	0,2	30,4
<i>incagli</i>	21.821	83,6	1,1	1,1	26,4
<i>sofferenze</i>	60.307	75,3	3,2	3,1	64,4
Esposizioni in bilancio verso banche	429.676	35,4			0,1
Esposizioni fuori bilancio	742.281	42,8			0,3
di cui: verso clientela	517.990	51,1			0,4
verso banche	224.291	23,7			..

Fonte: Segnalazioni di vigilanza consolidate dei soli gruppi bancari.
(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. – (2) Le esposizioni sono al lordo delle relative rettifiche di valore. – (3) Il tasso di copertura è rappresentato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto al totale delle esposizioni. – (4) Dati provvisori. – (5) Sono compresi i gruppi italiani filiazioni di banche estere.

I rischi

Il rischio di credito delle banche operanti in Italia verso clientela residente. – Nel 2007 lo stock di sofferenze rettificato in rapporto agli impieghi si è ridotto dal 3,7 al 3,4 per cento. Esso risulta leggermente superiore a quello prima citato che, oltre a considerare le sofferenze contabili, include anche l'esposizione sull'estero. Il miglioramento ha riguardato l'insieme dei settori produttivi e tutte le aree del paese; rimangono significative differenze territoriali, con valori del 6,5 per cento nel Mezzogiorno e del 2,8 nel resto del paese.

Circa l'evoluzione del tasso di ingresso in sofferenza, pari al rapporto tra il flusso di nuove sofferenze rettificato nel corso del 2007 e la consistenza degli impieghi alla fine dell'anno precedente, si nota nel complesso un modesto miglioramento (dallo 0,84 allo 0,82 per cento). Il miglioramento è diffuso tra i settori produttivi. Per le famiglie consumatrici si registra un aumento dallo 0,77 allo 0,80 per cento.

Per quanto riguarda le imprese, l'evoluzione della qualità del credito è desumibile anche da un'analisi statistica che stima la probabilità di ingresso in sofferenza entro un anno dei prestiti utilizzando indicatori di bilancio delle imprese e indicatori di tensione finanziaria calcolati attraverso le informazioni relative alle relazioni di credito rilevate dalla Centrale dei rischi. Il campione si riferisce ai prestiti bancari e non bancari di circa 600.000 società non finanziarie, beneficiarie di crediti per quasi 850 miliardi, pari al 95 per cento del totale del credito a imprese non finanziarie.

L'analisi sulla qualità del credito delle famiglie e delle imprese non presenta significativi segni di peggioramento. In prospettiva, tuttavia, occorre sottolineare che il deterioramento si manifesta normalmente con ritardo e che la dinamica dei tassi di insolvenza a livello aggregato non esclude che vi possano essere difficoltà per settori specifici o segmenti più esposti della clientela bancaria.

Alla fine del 2007 la probabilità media di ingresso in sofferenza entro un anno, ponderata per l'ammontare di credito utilizzato, era pari allo 0,9 per cento, sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente. Nel complesso si è osservato un miglioramento per le piccole e medie imprese (con un fatturato non superiore a 5 milioni di euro). Nel Mezzogiorno le imprese presentano una rischiosità più che doppia rispetto al resto del Paese. Per le sole imprese quotate, la rischiosità media, ponderata per il credito utilizzato e misurata con una metodologia che tiene conto anche della volatilità e dell'andamento dei titoli azionari, sarebbe in leggero aumento rispetto all'anno precedente.

Nel 2007 i grandi rischi – le esposizioni verso un unico cliente o un gruppo connesso di clienti che, ponderate per il rischio, superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza – si sono ridotti del 7,2 per cento, a 58,5 miliardi. La loro incidenza sul patrimonio di vigilanza complessivo è diminuita dal 32,8 al 29,0 per cento. Il numero dei gruppi e delle banche con posizioni individuali di rischio superiori al 25 per cento del patrimonio, tra i quali non figura nessuno dei maggiori gruppi, è passato da 30 a 20; le relative eccedenze, di importo medio contenuto, sono rimaste sostanzialmente invariate, a circa 200 milioni.

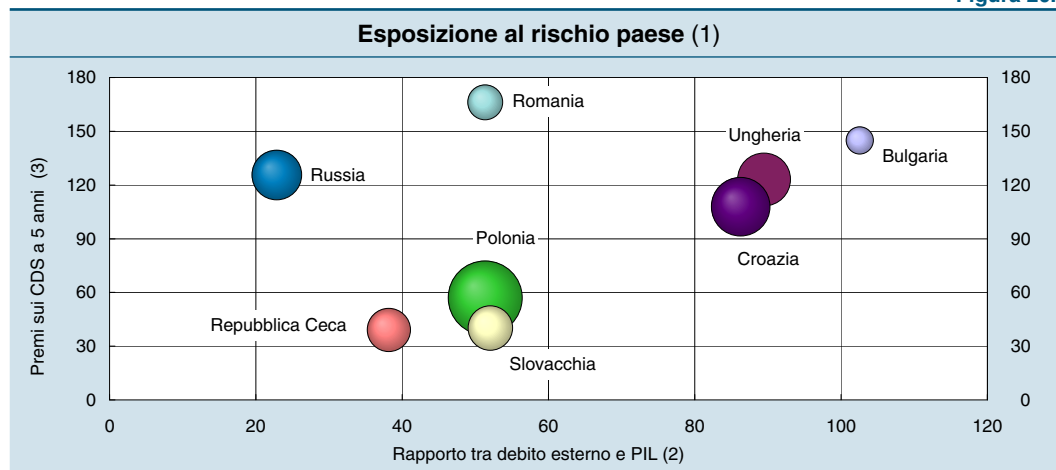
Il rischio paese e la concentrazione geografica. – Alla fine del 2007 l'esposizione di cassa e di firma del sistema bancario italiano verso i paesi che la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) definisce "in via di sviluppo" è risultata di 175 miliardi, pari a circa il 7 per cento del totale attivo del sistema bancario italiano.

Essa è più che raddoppiata rispetto a due anni prima, in larga misura per effetto delle posizioni estere segnalate dal gruppo UniCredit a seguito dell'integrazione del gruppo HVB.

Oltre l'80 per cento dell'esposizione si concentra nei paesi dell'Europa centro orientale, dove negli anni più recenti vi sono state acquisizioni da parte di diversi gruppi bancari, anche di media dimensione. Altri paesi verso i quali nel 2007 si è registrato un rilevante interesse di investimento da parte delle banche italiane sono l'Egitto e il Kazakistan.

Le esposizioni delle banche italiane nell'Europa centro orientale riguardano soprattutto i seguenti paesi: Polonia (35 miliardi), Croazia (22 miliardi), Ungheria (18 miliardi), Russia (16 miliardi), Slovacchia (13 miliardi), Repubblica Ceca (12 miliardi), Romania (8 miliardi), Bulgaria (5 miliardi), Slovenia (5 miliardi). Negli ultimi anni in questi paesi il credito all'economia è cresciuto molto, ma spesso rimane su livelli ancora bassi in rapporto al PIL. I prestiti, erogati sia da banche domestiche che da filiazioni locali di banche estere, sono sovente denominati in valuta estera (ovvero in valuta locale, ma indicizzata al tasso di cambio con valute estere). Il rischio di cambio connesso con queste tipologie di prestiti è generalmente sopportato dai prenditori; ciò aumenta i rischi di controparte per le banche erogatrici. Inoltre, una quota rilevante del credito verso questi paesi riguarda mutui alle famiglie, la cui rischiosità è connessa anche con una possibile perdita di valore degli immobili. La figura 20.2 mostra il grado di esposizione delle banche italiane verso i paesi dell'area insieme con due indici di rischiosità: uno riferito al mercato dei titoli pubblici e l'altro al grado di vulnerabilità esterna dei paesi stessi.

Figura 20.2



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream, segnalazioni di vigilanza; proiezioni FMI per il 2008 (FMI, *Regional Economic Outlook: Europe*, aprile 2008).

(1) La dimensione dei cerchi è proporzionale all'esposizione del sistema bancario italiano verso i paesi indicati. – (2) Valori percentuali. – (3) Media del primo trimestre 2008 dei premi sui CDS relativi agli stati sovrani; punti base.

La quota italiana dell'esposizione verso i paesi in via di sviluppo, calcolata rispetto al totale dei paesi che riportano alla BRI, è cresciuta al 5,2 per cento, ma resta inferiore a quelle di paesi come la Germania (9,4 per cento), la Francia (8,7), la Spagna (7,6), i Paesi Bassi (6,6). L'esposizione nei confronti dei paesi offshore si è ridotta a soli 18 miliardi (con una quota dell'1,1 per cento).

Indagine relativa al rischio di credito nel settore dei mutui ipotecari. – La Banca d'Italia ha effettuato un'indagine sull'attività degli intermediari nel settore dei mutui per l'acquisto di abitazioni riguardante un campione di gruppi creditizi e banche individuali rappresentativo del 70 per cento circa del comparto.

L'indagine integra le segnalazioni di vigilanza inviate dagli intermediari con l'informazione sulle partite deteriorate per differenti categorie di mutuatari; è volta ad accertare l'andamento delle frequenze di insolvenza relative a categorie di prestiti distinte in base alla diversa rischiosità dei mutuatari (così come valutata a priori dai modelli di credit scoring delle banche), alle condizioni contrattuali di tasso di interesse, al livello delle garanzie, ai canali distributivi (reti di sportelli bancari o altri enti finanziari e non finanziari).

I primi risultati dell'indagine mostrano un incremento del tasso medio di insolvenza fra il 2006 e il 2007, che rimane però su valori relativamente contenuti. L'aumento del tasso di default trova conferma nella crescita dei tassi di insolvenza registrati nella Centrale dei rischi per il più ampio comparto del credito alle famiglie. Con riferimento alle diverse categorie di mutui, si registrano tassi di insolvenza superiori alla media per quelli collocati attraverso canali distributivi diversi dalle reti bancarie. La rischiosità risulta più elevata quando si associano condizioni contrattuali di tasso variabile o livelli di prestito elevato rispetto al valore dell'immobile (*loan-to-value ratio*).

L'indagine conferma che la quota dei mutui a tasso indicizzato sullo stock complessivo è diminuita nel corso del 2007, attestandosi, per le banche del campione, al 70 per cento circa (80 per cento alla fine del 2006).

In merito allo sviluppo del mercato dei mutui residenziali, le banche ritengono in prevalenza che esso verrà condizionato dal rallentamento del mercato immobiliare. D'altra parte, le segnalazioni di vigilanza relative ai primi mesi del 2008 mostrano, per il complesso del sistema, una riduzione della consistenza complessiva dei mutui per acquisto di abitazioni. Le prospettive del mercato sono influenzate anche dalle innovazioni introdotte dal decreto legge 31 gennaio 2007, n. 7 (convertito, con modificazioni, dalla legge 2 aprile 2007, n. 40) relative all'estinzione e portabilità dei mutui (cosiddetto decreto Bersani, cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza*). Le banche non segnalano particolari preoccupazioni in relazione alla presenza di vincoli rilevanti in termini di *funding* (ad esempio, difficoltà di finanziare le nuove erogazioni attraverso operazioni di cartolarizzazione).

L'esposizione verso il settore degli hedge fund. – Il rischio assunto dalle banche italiane nei confronti degli hedge fund (finanziamenti alle società di gestione del risparmio speculative di diritto italiano e quote di fondi detenute in portafoglio) risulta contenuto. A dicembre del 2007 l'esposizione lorda (escludendo le garanzie) era di 4,8 miliardi, pari al 2,5 per cento del patrimonio di vigilanza del sistema. L'esposizione risulta tuttavia particolarmente concentrata, essendo riconducibile per circa l'80 per cento a dieci banche; per queste ultime l'incidenza delle esposizioni sul patrimonio di vigilanza era in media del 5,7 per cento. L'investimento in quote (3,2 miliardi) rappresenta il 66 per cento dell'esposizione complessiva; l'incidenza sul portafoglio titoli era dell'1 per cento circa.

L'utilizzo degli strumenti di trasferimento del rischio di credito. – Alla fine dello scorso anno le esposizioni delle sole banche operanti in Italia (escluse le controllate estere) connesse con operazioni di cartolarizzazione sono risultate pari a 23,9 miliardi, un ammontare analogo a quello in essere alla fine del 2006 e pari all'1,4 per cento del totale degli impieghi e dei titoli in portafoglio.

Circa i tre quarti delle esposizioni erano relativi a operazioni di cartolarizzazione realizzate da terzi; quasi il 90 per cento, inoltre, è riferito a esposizioni per cassa (prevalentemente sotto forma di titoli), mentre il restante 10 per cento a garanzie o linee di credito. La distribuzione delle esposizioni per grado di subordinazione mostra che il 74 per cento delle stesse ha riguardato tranche *senior*, il 18 per cento tranche *mezzanine* e l'8 per cento tranche *junior*.

Nel 2007 le banche operanti in Italia hanno ceduto direttamente o cartolarizzato crediti per 37,1 miliardi. L'ammontare, pari al 2,6 per cento della consistenza degli impieghi all'inizio dell'anno, è cresciuto significativamente rispetto ai 28,2 miliardi registrati nel 2006; all'incremento hanno contribuito alcune operazioni cosiddette di *self securitization*, volte a detenere in bilancio titoli eventualmente utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la banca centrale. Il 16,8 per cento dei crediti ceduti o cartolarizzati nello scorso anno era classificato in sofferenza, a fronte del 12,1 per cento registrato nel 2006.

Alla fine dello scorso anno le banche italiane e le loro controllate estere avevano in essere, in qualità sia di acquirenti sia di venditori di protezione, contratti derivati di credito (prevalentemente nella forma di CDS) per un ammontare nozionale pari a quasi 620 miliardi. Acquisti e vendite di protezione risultavano sostanzialmente bilanciati: il valore nozionale relativo ai primi era pari a circa 315 miliardi; quello relativo ai secondi a circa 305. Nella pressoché totalità dei casi le controparti dei contratti sono estere, prevalentemente banche.

Sempre alla fine dello scorso anno il valore intrinseco positivo dei contratti, cioè il guadagno potenziale che le banche avrebbero registrato se i contratti derivati di credito fossero stati chiusi a quella data e che rappresenta per le banche un'esposizione a un potenziale rischio di controparte, era di 6,4 miliardi, un ammontare pari allo 0,3 per cento del complesso delle esposizioni in bilancio verso clientela dei gruppi bancari a dicembre del 2007.

I derivati finanziari. – Tra il 2000 e il 2007 il valore nozionale dei contratti derivati finanziari dei gruppi bancari e delle banche operanti in Italia è passato da 2.000 a 11.600 miliardi; oltre i tre quarti dell'ammontare fanno riferimento a operazioni con soggetti non residenti.

L'operatività nei confronti della clientela non istituzionale residente (imprese e amministrazioni pubbliche) è orientata prevalentemente a coprire i rischi di tasso di interesse a cui la clientela stessa è esposta sui finanziamenti ricevuti; sono tuttavia frequenti i casi in cui i derivati uniscono anche una componente di tipo speculativo.

In base ai dati della Centrale dei rischi, che registra l'esposizione a fronte di contratti con valore intrinseco positivo per le banche operanti in Italia, nel corso del 2007 l'esposizione originata dai contratti derivati stipulati dalle banche italiane con le imprese è aumentata del 41,7 per cento, a 5 miliardi; in particolare è più che raddoppiata l'esposizione nei confronti delle società di maggiore dimensione (con accordato superiore a 5 milioni), mentre è diminuita quella nei confronti delle imprese minori. L'esposizione nei confronti del settore pubblico si è ridotta del 29,5 per cento, risultando pari a 1,2 miliardi alla fine dell'anno.

Le prove di resistenza del sistema bancario a shock estremi

Le turbolenze sui mercati internazionali hanno sottolineato l'importanza dell'analisi volta a individuare fattori di vulnerabilità del sistema bancario e finanziario di natura sistemica. Lo strumento dello stress testing fornisce una valutazione della solidità del sistema nel suo complesso a seguito di shock ipotetici, estremi ma plausibili. Insieme ad altri strumenti di analisi e di supervisione, gli esercizi di stress test concorrono a rafforzare l'efficacia dell'attività di controllo del sistema e consentono di affinare l'azione di vigilanza e di indirizzarla alla prevenzione e al contenimento dei rischi.

La Banca d'Italia ha avviato con le principali banche un programma di prove di stress da condurre con periodicità. Gli esercizi, realizzati nella prima metà del mese di maggio, riguardano le principali tipologie di rischio: di credito, di tasso di interesse, di mercato e di liquidità. Essi sono stati costruiti sulla base di metodologie differenti ipotizzando, per ciascuna tipologia di rischio, specifici scenari avversi. Pertanto tali esercizi, pur mettendo in luce potenziali vulnerabilità del sistema a seguito di shock, devono essere interpretati in modo disgiunto.

Gli scenari, il cui disegno può modificarsi anche in relazione agli sviluppi del quadro macroeconomico e dei mercati, sono stati stabiliti considerando sia eventi non realizzatisi nel passato sia le distribuzioni osservate dei fattori di rischio e delle rispettive correlazioni.

Per il rischio di credito e di tasso di interesse sull'intero bilancio l'approccio adottato è di tipo *top down*. Esso prevede che l'esercizio di simulazione sia condotto dall'organo di vigilanza utilizzando le segnalazioni relative ai portafogli bancari di tutti gli intermediari del sistema. Per i rischi di mercato e di liquidità si è seguito invece un approccio *bottom up*. In questo caso l'esercizio è condotto dagli intermediari sulla base delle informazioni e delle metodologie in loro possesso. In particolare è stato chiesto a un insieme rappresentativo di gruppi bancari di stimare l'impatto di shock predefiniti rispettivamente sul portafoglio di negoziazione e sulla posizione netta di liquidità.

Con riferimento al rischio di credito, l'esercizio *top down* di stress test è stato condotto sulla base delle perdite attese calcolate come prodotto tra le esposizioni per cassa di circa 600.000 imprese non finanziarie (senza tenere conto dei fattori di mitigazione del rischio), le loro probabilità stimate di passaggio a sofferenza entro un anno (*probability of default* – PD) e la perdita in caso di default (*loss given default* – LGD). Sono stati ipotizzati livelli crescenti delle PD e della LGD.

Moltiplicando per quattro le PD stimate per l'anno in corso sulla base dei dati relativi al 2007, in modo da riprodurre la frequenza dei default delle imprese non finanziarie che si osservò nel 1993 in corrispondenza con una fase ciclica particolarmente negativa, e assumendo un livello di LGD del 45 per cento, si perverrebbe a una erosione del patrimonio di vigilanza consolidato del 2007 pari al 7 per cento.

La valutazione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse dei gruppi bancari italiani ha per obiettivo quello di misurare, su un orizzonte annuale, la variazione di valore delle poste dell'attivo e del passivo in conseguenza di movimenti avversi dei tassi di interesse. A tal fine, sono state prese in considerazione diverse ipotesi sulla variazione della struttura a termine dei tassi interesse: spostamento parallelo verso l'alto, aumento della pendenza, inversione.

In uno scenario simile a quello ipotizzato dal Comitato di Basilea per le prove di stress di questo tipo (basato su un aumento parallelo della curva dei tassi di 200 punti base e su misure di sensitività che riflettono il livello corrente dei tassi di interesse) emerge che, con riferimento alla fine del 2007, le perdite sull'intero bilancio risulterebbero in media del 6,1 per cento del patrimonio di vigilanza; quelle relative al solo portafoglio bancario (banking book) sarebbero pari al 2,9 per cento. La variabilità delle perdite risulta elevata tra i gruppi bancari. Circa un decimo delle banche registrerebbe perdite sul banking book superiori alla soglia di attenzione del 20 per cento del patrimonio di vigilanza.

Per valutare l'esposizione ai rischi di mercato del portafoglio di strumenti finanziari detenuti per finalità di negoziazione (*trading book*) sono stati definiti scenari che ipotizzano variazioni di diversa intensità dei tassi di interesse, dei corsi azionari, dei tassi di cambio, delle rispettive volatilità e degli spread creditizi. Gli esercizi sono stati condotti secondo l'approccio *bottom up* dalle banche selezionate con riferimento a variazioni dei fattori di rischio considerate sia singolarmente (analisi di sensitività) sia congiuntamente (analisi di scenario). Sono stati ipotizzati diversi scenari con differenti gradi di criticità; gli effetti degli shock sono stati valutati su un orizzonte temporale di 10 giorni. L'analisi ha mostrato che, nell'ambito dei fattori di rischio esaminati, i gruppi bancari considerati sembrerebbero mostrare una particolare vulnerabilità a un ampliamento degli spread creditizi. L'effetto dei vari scenari considerati appare tuttavia modesto se rapportato al patrimonio di vigilanza.

Con riguardo infine al rischio di liquidità, ai gruppi bancari è stato chiesto di valutare su base consolidata l'impatto di due scenari di stress sia in termini di posizione netta di liquidità sia in termini di giorni di "sopravvivenza" (periodo che consente alla banca di gestire le tensioni di liquidità autonomamente, sulla base delle proprie riserve liquide disponibili). I due scenari riproducono una crisi che coinvolge simultaneamente più mercati e una, di particolare gravità, relativa al singolo intermediario. Essi sono stati definiti ipotizzando riduzioni nella capacità di *roll-over* di talune poste del passivo e incrementi degli scarti di valutazione (*haircut*) di talune poste dell'attivo. Ai gruppi è stato chiesto di valutare gli effetti degli scenari su un orizzonte temporale di un mese. Oltre alle analisi di scenario, è stato chiesto alle banche di effettuare esercizi di valutazione della reattività di alcune specifiche posizioni, tra cui la raccolta interbancaria. È stata infine richiesta una valutazione qualitativa con riguardo all'adeguatezza della posizione di liquidità a shock di durata relativamente lunga (tre mesi). I risultati della simulazione hanno mostrato una buona tenuta delle banche con riferimento allo scenario che riguarda più mercati. Qualche criticità, peraltro non riconducibile ai maggiori intermediari, si è riscontrata con riferimento allo scenario relativo al singolo intermediario.

In sintesi i quattro esercizi condotti hanno messo in evidenza che il sistema mostrerebbe un buon grado di resistenza a fronte degli scenari ipotizzati. Tali esercizi, tuttavia, non tengono conto delle complesse interazioni tra i rischi e delle interdipendenze tra l'economia reale e il sistema finanziario.

Redditività, patrimonio e rischi degli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio (SGR). – Nel 2007 il risultato delle attività ordinarie delle SGR si è attestato a 1.284 milioni, in linea con il dato del 2006 (tav. 20.4). L'utile netto è lievemente cresciuto, a 826 milioni, e il ROE, determinato sulla

base del patrimonio netto contabile, è risultato pari al 42 per cento, come nel 2006. Il margine lordo della gestione caratteristica è risultato stabile, poiché la contrazione delle commissioni attive è stata bilanciata da una corrispondente riduzione dell'ammontare delle commissioni passive.

Tavola 20.4

SGR: dati di conto economico (1) (consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)					
Voci	2006		2007		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	
Commissioni attive	6.979	316,1	6.594	299,3	-5,5
Commissioni passive	4.771	216,1	4.391	199,3	-8,0
Margine lordo della gestione caratteristica (3)	2.208	100,0	2.203	100,0	-0,2
Spese amministrative (-)	1.168	52,9	1.285	58,3	10,0
di cui: per il personale (-)	482	21,8	633	28,7	31,3
Altri oneri di gestione (-)	39	1,8	37	1,7	-5,1
Totale costi operativi (4)	1.240	56,2	1.374	62,4	10,8
Altri proventi di gestione	104	4,7	147	6,7	41,3
Risultato della gestione caratteristica	1.072	48,6	977	44,3	-8,9
Risultato della gestione finanziaria	192	8,7	307	13,9	59,9
Risultato delle attività ordinarie	1.264	57,2	1.284	58,3	1,6
Imposte	473	21,4	458	20,8	-3,2
Utile netto (perdita) di esercizio	785	35,6	826	37,5	5,2

(1) I dati sono tratti dalle segnalazioni di vigilanza. – (2) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (3) Attività di gestione su base individuale e collettiva. – (4) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

Le commissioni attive sono diminuite per le SGR che gestiscono fondi aperti di tipo tradizionale, a causa della negativa dinamica dei volumi operativi delle gestioni collettive, mentre sono aumentate per gli intermediari operativi nei comparti innovativi (fondi chiusi mobiliari e immobiliari e fondi speculativi) che, grazie all'aumento dei patrimoni gestiti, hanno fatto registrare un significativo incremento degli utili complessivi.

L'incremento dei costi operativi (10,8 per cento) è da attribuire prevalentemente agli oneri per il rafforzamento degli organici sostenuti dagli intermediari che operano nei comparti innovativi.

Nel comparto delle SGR che gestiscono fondi speculativi aperti mobiliari si è rilevata una crescita del 42,4 per cento del margine lordo della gestione caratteristica, solo in parte bilanciata da un aumento dei costi operativi del 17,9 per cento; il risultato delle attività ordinarie è aumentato del 61,8 per cento. Gli intermediari che gestiscono fondi chiusi mobiliari, operativi nell'ambito del private equity, hanno registrato l'incremento più significativo del margine lordo della gestione caratteristica (52,8 per cento), grazie all'elevato tasso di crescita della commissioni attive a fronte della stabilità di quelle passive. Le società che gestiscono fondi chiusi immobiliari, anche di tipo speculativo, hanno conseguito un aumento della commissioni nette percepite pari al 44,8 per cento; in misura analoga sono cresciuti i costi operativi e il risultato delle attività ordinarie.

L'incremento dei costi di struttura si è riflesso in un aumento del rapporto tra costi operativi e proventi dell'attività tipica dal 56,1 al 62,3 per cento. Hanno chiuso l'eser-

cizio in perdita 50 intermediari; 34 di essi sono iscritti all'albo da meno di tre anni e attivi principalmente nei settori innovativi. Le altre società con risultato negativo sono principalmente operatori di emanazione non bancaria, con problemi di posizionamento strategico e/o carenze negli assetti operativi.

Un'analisi condotta sulle SGR iscritte dal 2003 indica che la fase di start up ha una durata mediamente superiore ai due anni, periodo entro il quale gli intermediari registrano prevalentemente perdite d'esercizio; nel terzo anno di attività le iniziative di maggior successo riescono a conseguire uno stabile equilibrio economico e, una volta raggiunto il pareggio di bilancio, solo in rari casi registrano successivamente delle perdite.

Alla fine del 2007 il patrimonio di vigilanza delle SGR, costituito pressoché integralmente da elementi di qualità primaria, era pari a 1.607 milioni, superiore al requisito patrimoniale complessivo (390 milioni), con un rapporto pari a 4,12 (4,26 nel 2006).

Per 151 intermediari il requisito patrimoniale coincide con il capitale sociale minimo richiesto per l'esercizio dell'attività (1 milione di euro), in quanto il requisito "altri rischi" (25 per cento dei costi operativi) e quello commisurato alle masse operative gestite sono risultati inferiori. Per 55 operatori il requisito patrimoniale è rappresentato dal coefficiente "altri rischi".

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – Nel 2007 il risultato di gestione delle 97 società di intermediazione mobiliare segnalanti ha fatto registrare una crescita del 5,2 per cento; tale incremento è riconducibile all'aumento dei ricavi da negoziazione in conto proprio e da attività di consulenza e servizi accessori, a fronte di una sostanziale stabilità dei costi operativi. L'utile netto complessivo si è ragguagliato a 180 milioni; il ROE, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, è risultato pari al 20,5 per cento (24,3 per cento nel 2006). L'efficienza operativa è lievemente migliorata, con un rapporto tra costi operativi e proventi dell'attività tipica diminuito dal 63,5 al 61,9 per cento. Il comparto si connota per un elevato grado di concentrazione; ne deriva che l'andamento complessivo è significativamente influenzato dai risultati conseguiti dagli operatori maggiori.

I proventi da intermediazione per conto terzi, che si confermano la principale fonte di ricavi del comparto, hanno fatto registrare un incremento del 12,5 per cento. Tale andamento è inferiore a quello dei volumi operativi a causa della riduzione dei margini unitari e dell'adozione, nel servizio di esecuzione degli ordini, di modalità di tariffazione delle commissioni in misura fissa, indipendente dall'ammontare della transazione.

Rispetto all'esercizio 2006 è aumentato il numero degli operatori che hanno chiuso il bilancio in perdita (28 intermediari contro i 21 del 2006), attivi prevalentemente nel comparto della gestione di portafogli e nell'esecuzione degli ordini; circa un terzo degli intermediari in perdita è operativo da meno di tre anni.

Alla fine del 2007 il patrimonio di vigilanza delle società di intermediazione mobiliare, costituito pressoché integralmente da elementi di qualità primaria, ha fatto registrare un incremento del 15 per cento circa rispetto al 2006, attestandosi a 775 milioni. L'aggregato patrimoniale è risultato superiore ai requisiti patrimoniali richiesti (156 milioni), con un rapporto pari a 4,97 (4,85 alla fine del 2006).

Per 66 operatori il requisito patrimoniale coincide con il capitale sociale minimo richiesto per l'esercizio dell'attività, in quanto il coefficiente "altri rischi" e i requisiti richiesti a fronte dei rischi di credito e di mercato sono risultati inferiori al capitale sociale minimo. Pur a fronte di una crescita dei

volumi operativi della negoziazione per conto proprio, il requisito patrimoniale per i rischi di mercato risulta di ammontare contenuto (26 milioni) a causa delle strategie di investimento adottate da numerosi operatori, incentrate principalmente su arbitraggi tra strumenti finanziari e sull'operatività infragiornaliera (cosiddetto trading intraday), che mirano a limitare l'esposizione ai rischi di mercato.

Le società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Il risultato economico delle 168 società finanziarie diverse dalle società veicolo in operazioni di cartolarizzazione è migliorato: l'utile netto del 2007, pari a 1,5 miliardi di euro, è aumentato del 10,7 per cento rispetto all'esercizio precedente. Il margine di intermediazione ha beneficiato sia della crescita del margine d'interesse (10,0 per cento) sia del contributo dell'area servizi (20,6 per cento); tali fattori hanno più che bilanciato l'incremento dei costi operativi e delle rettifiche di valore per rischi di credito. Il ROE è risultato pari al 17,6 per cento.

Il risultato netto è migliorato nel leasing (1,2 per cento) e, soprattutto, nel factoring (30,9 per cento). Nel credito al consumo l'erosione dei margini determinata dal maggiore grado di concorrenzialità, i crescenti costi amministrativi e le perdite di valore su crediti hanno comportato una riduzione del risultato netto del 37,3 per cento. Nel 2007 hanno chiuso in perdita 24 società (14 nel 2006); nella gran parte dei casi si tratta di intermediari di piccole dimensioni o le cui strategie sono state recentemente ridefinite, specializzati nel credito al consumo o nell'emissione e gestione di carte di credito.

Il credito al consumo continua a espandersi a ritmi sostenuti (16,4 per cento in termini di nuove erogazioni), specie nel Mezzogiorno. In particolare, sono aumentati i crediti non finalizzati all'acquisizione di beni di consumo specifici (cosiddetti prestiti personali, in aumento del 43,5 per cento) e, anche grazie agli incentivi fiscali, i finanziamenti per acquisto di mezzi di trasporto (20,1 per cento). La crescita delle nuove erogazioni è stata realizzata principalmente attraverso dipendenze proprie, esercizi commerciali e sportelli bancari. Nel factoring, come nel 2006, sono cresciuti sia i finanziamenti in essere (21,4 per cento), anche grazie all'innalzamento della quota media di crediti anticipati, sia i nuovi crediti acquistati (cosiddetto turnover). Il leasing ha subito una decelerazione rispetto agli anni più recenti, con un tasso di crescita dei nuovi contratti stipulati del 4,0 per cento (un terzo di quello del 2006); segnali di maggiore penetrazione di tale forma di finanziamento sono visibili per la clientela residente al Centro Sud. Il leasing immobiliare, sviluppato prevalentemente nei confronti delle imprese, si conferma preminente (58,7 per cento del totale).

Alla fine del 2007 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 14,7 miliardi, in crescita del 10,5 per cento rispetto al 2006 grazie per lo più alla destinazione a riserva dell'utile dell'esercizio 2007 e, in minor misura, ad aumenti di capitale.

Per le società di leasing, factoring e credito al consumo il rapporto tra patrimonio di vigilanza (tenuto conto delle forme di sostegno fornite in operazioni di cartolarizzazione) e attivo ponderato per il rischio di credito era pari, alla fine del 2007, al 7,3 per cento. La flessione rispetto al 2006 (0,6 punti percentuali) è stata determinata dalla crescita dei volumi operativi.

La nuova disciplina prudenziale, applicabile alle società finanziarie a far tempo dal 1° gennaio 2008 (cosiddetta vigilanza equivalente, cfr. il capitolo 22: L'azione di Vigilanza), prevede requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito differenziati in funzione della circostanza che l'intermediario raccolga o meno risparmio tra il pubblico e che faccia parte o meno di un gruppo bancario. In particolare, il requisito viene fissato a un livello analogo a quello delle banche (8 per cento dell'attivo a rischio) per gli intermediari che si avvalgono della possibilità di raccolta del risparmio. È invece previsto un requisito patrimoniale inferiore (6 per cento) per tutti gli altri intermediari. La misura del requisito è ridotta di un quarto per le società finanziarie appartenenti a gruppi bancari.

La qualità del credito è lievemente peggiorata, in relazione all'incremento della quota dei crediti scaduti da oltre 120 giorni (dal 6,6 al 7,1 per cento) e, in minor misura, delle nuove posizioni classificate in sofferenza (dall'1,4 all'1,5 per cento; tav. 20.5).

Tavola 20.5

Società finanziarie: qualità del credito (milioni di euro e valori percentuali)										
Anni	Sofferenze		Crediti scaduti (1)		Impieghi		Nuove sofferenze (3)	Nuovi crediti scaduti (3)	Nuove sofferenze/ Impieghi vivi (4)	Nuovi crediti scaduti / Impieghi (5)
	Lorde	Nette (2)	Lordi	Netti (2)	Lordi	Netti (2)				
2005	3.997	1.456	7.176	6.736	121.669	121.128	1.618	6.236	1,5	6,2
2006	3.813	1.216	8.114	7.630	137.752	134.350	1.568	7.306	1,4	6,6
2007	4.459	1.624	9.938	9.403	163.704	158.282	2.063	8.994	1,5	7,1

(1) I crediti scaduti sono i crediti per i quali siano trascorsi oltre 120 giorni dalla data prevista per il rimborso. – (2) Al netto delle svalutazioni. – (3) Flussi annuali al lordo delle svalutazioni. – (4) Flusso annuale di nuove sofferenze rapportato agli impieghi vivi alla fine dell'anno precedente; gli impieghi vivi sono gli impieghi al netto delle sofferenze. – (5) Flusso annuale di nuovi crediti scaduti rapportato agli impieghi alla fine dell'anno precedente; gli impieghi sono al netto delle sofferenze e dei crediti scaduti.

Per le società di leasing i nuovi crediti scaduti, in rapporto alle nuove erogazioni dell'anno, hanno inciso per il 5,3 per cento (in aumento di 1,3 punti percentuali rispetto al 2006) mentre nel factoring l'indice è cresciuto in minor misura (dal 4,2 al 4,6 per cento). Nel credito al consumo l'incidenza dei crediti anomali è pari al 6,2 per cento (con un aumento di 0,8 punti percentuali sul 2006); la crescita si registra sia per le sofferenze sia per i crediti scaduti.

La concentrazione del portafoglio crediti è diminuita, grazie alla flessione del numero totale e dell'ammontare dei grandi rischi e alla riduzione delle eccedenze, anche rispetto al più stringente limite individuale di fido, modificato nel 2007 dal 60 al 40 per cento del patrimonio di vigilanza.

21. LA STRUTTURA DEGLI INTERMEDIARI BANCARI E FINANZIARI

A seguito del processo di consolidamento degli ultimi anni, il sistema bancario e finanziario italiano, integrato nel mercato europeo, si compone anche di intermediari di levatura internazionale. L'operatività all'estero dei primi cinque gruppi bancari è mediamente superiore a un terzo dell'attivo; filiali e filiazioni di banche estere contribuiscono in misura rilevante all'attività bancaria, anche retail, nel nostro paese.

La concentrazione del sistema si è accresciuta. La quota delle attività facenti capo ai primi cinque gruppi è pari al 51,5 per cento; crescerà ulteriormente una volta perfezionate le operazioni di aggregazione in corso. Nei cinque principali paesi europei la quota di mercato dei primi cinque operatori è pari, in media, al 46 per cento; il dato italiano si colloca al secondo posto dopo la Francia. Il processo di consolidamento, anche in considerazione della dimensione degli intermediari coinvolti, ha determinato complessità nell'integrazione delle strutture organizzative e delle risorse informatiche.

Tavola 21.1

Struttura del sistema finanziario italiano						
Tipo intermediario	31 dicembre 2006			31 dicembre 2007		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari			87			82
Banche	227	566	793	224	582	806
di cui: banche spa	198	47	245	199	50	249
banche popolari	18	20	38	15	23	38
banche di credito cooperativo	11	425	436	10	430	440
succursali di banche estere	–	74	74	–	79	79
Società di intermediazione mobiliare	18	88	106	21	86	107
Società di gestione del risparmio e Sicav	67	132	199	63	151	214
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 107 del TUB	99	345	444	100	380	480
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	3	3	–	3	3
Altri intermediari vigilati (1)	–	2	2	–	2	2

(1) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Il mercato del risparmio gestito nel nostro paese è caratterizzato dalla riallocazione di risorse dai fondi comuni di diritto italiano verso prodotti di investimento alternativi. Incidono sulla configurazione del mercato acquisizioni di primarie società di gestione del risparmio (SGR) da parte di gruppi bancari esteri; si assiste a un aumento significativo delle risorse che affluiscono al comparto assicurativo.

Nel 2007 è proseguita la crescita degli operatori dei settori dei fondi chiusi, mobiliari e immobiliari, e dei fondi cosiddetti speculativi; nei comparti innovativi sono prevalenti le iniziative di operatori di matrice non bancaria.

Le banche e i gruppi bancari

Le operazioni di aggregazione. – Nel decennio trascorso il processo di consolidamento ha dato luogo, attraverso più di 300 operazioni di concentrazione, al trasferimento di oltre il 50 per cento del totale attivo delle banche operanti nel nostro paese. Nel periodo 1998-2007 le acquisizioni di banche estere da parte di gruppi italiani hanno raggiunto una quota pari al 26,2 per cento delle attività del sistema, contribuendo ad accrescerne il grado di integrazione internazionale.

Variabile critica è quella legata alle risorse informatiche, per le difficoltà collegate all'integrazione dei sistemi che condizionano la disponibilità di dati e informazioni adeguati al governo e al controllo delle grandezze operative dei nuovi gruppi bancari; altro aspetto di particolare criticità è rappresentato dall'omogeneizzazione delle strutture organizzative e dei canali distributivi, specie per i gruppi che presentano differenze significative nelle reti di vendita. Entrambi questi fattori hanno costituito elementi di particolare complessità nella realizzazione delle operazioni che hanno avuto luogo nel decennio.

Nella seconda metà del 2007 è stata autorizzata la fusione per incorporazione di Capitalia in UniCredit. L'operazione ha determinato un ampliamento della copertura territoriale e un migliore posizionamento in alcuni settori specialistici di attività. Il gruppo, caratterizzato da una rete di sportelli di circa 9.700 unità (di cui più di 5.000 in Italia), alla fine del 2007 si collocava al secondo posto nell'area dell'euro nella classifica per capitalizzazione di mercato e al sesto in quella per totale attivo.

Il processo di ristrutturazione avviatosi a seguito della fusione porterà in Italia alla creazione di tre banche retail, specializzate per area territoriale (Nord, Centro Sud, Sicilia), di una banca dedicata alla clientela private e di un'unica banca corporate. Queste banche saranno affiancate, per le rispettive aree di competenza, dalle fabbriche di prodotto specialistiche, comuni per tutto il gruppo. Nel complesso, l'integrazione con Capitalia non ha comportato sostanziali modifiche né alla struttura di governo societario né al modello organizzativo di UniCredit, già imperniato su linee di business focalizzate sui diversi segmenti di clientela (retail, private e corporate) e società specializzate nella realizzazione di prodotti per l'intero gruppo.

L'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha condizionato l'operazione di aggregazione alla dismissione di circa 180 sportelli, alla cessione della quota di partecipazione in Assicurazioni Generali e alla riduzione di quella in Mediobanca.

Il gruppo Intesa Sanpaolo, dopo la fusione che ha avuto efficacia giuridica dal 1° gennaio 2007, ha avviato le operazioni societarie funzionali al conseguimento degli obiettivi previsti dall'integrazione, volti alla semplificazione della struttura del gruppo

attraverso iniziative di razionalizzazione sulle partecipate operanti nel medesimo mercato, comparto o paese.

Tra le principali operazioni concretizzatesi nel corso del 2007 rilevano: la fusione tra le banche di investimento Caboto e Banca IMI, l'integrazione tra Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo e Banca Opi, le aggregazioni di diverse controllate estere e di alcune società prodotte, il riassetto del comparto del leasing. Si sono registrati inoltre la vendita di Biverbanca a Monte dei Paschi di Siena e l'ingresso nel gruppo della Cassa dei Risparmi di Forlì. In materia di risparmio gestito è stata decisa la fusione in Intesa Sanpaolo di Eurizon Financial Group (EFG), con la conseguente riattribuzione alla capogruppo della responsabilità diretta nei settori dell'asset management, della bancassicurazione e della distribuzione attraverso promotori finanziari, prima facenti capo a EFG. Alla fine del 2007 il gruppo è stato autorizzato a rilevare la partecipazione in CAAM SGR spa (ex Nextra) detenuta dal gruppo bancario francese Crédit Agricole. Nel settore assicurativo, anche in attuazione delle misure prescritte dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato, il gruppo ha proceduto alla costituzione – per la successiva vendita – di una società (Sud Polo Vita spa) destinata a rilevare il ramo d'azienda costituito da alcune attività e strutture di EurizonVita e Intesa Vita (in particolare quelle riconducibili alle reti del Centro Sud).

Nei primi mesi del 2008 il gruppo Intesa Sanpaolo ha completato l'acquisizione del controllo di Banca CR Firenze, con una quota del 60 per cento, e ha lanciato un'OPA residuale sul restante 40 per cento del capitale.

La struttura territoriale del gruppo, dopo le cessioni effettuate in attuazione del provvedimento dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, consta di circa 7.300 sportelli (di cui oltre 1.200 localizzati all'estero). Nel contesto nazionale il gruppo risulta il primo operatore, con una quota di mercato pari, alla fine del 2007, al 18,4 per cento del totale attivo del sistema, che sale al 19,5 per cento tenendo conto dell'acquisizione di Banca CR Firenze.

Nel novembre del 2007 Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) ha stipulato un accordo con Banco Santander per l'acquisizione del gruppo Banca Antonveneta. L'operazione, di recente autorizzata, consente una significativa crescita della rete di sportelli e della quota di mercato del gruppo, che si attesterebbe all'8,3 per cento del totale attivo, rafforzandone il ruolo di terzo polo bancario in Italia.

Nel 2007 il comparto delle popolari è stato caratterizzato da misure di riassetto societario a seguito delle operazioni di concentrazione intervenute nell'anno. Il gruppo UBI Banca ha avviato la realizzazione delle attività previste nel piano industriale di integrazione nei comparti dell'asset management, del credito al consumo, del leasing e della promozione finanziaria; nel corso dell'anno è stata attuata la cessione di un ramo d'azienda (61 sportelli) alla Banca Popolare di Vicenza in ottemperanza al provvedimento dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Il Banco Popolare ha avviato progetti rilevanti per la razionalizzazione delle partecipazioni detenute nei comparti dell'asset management; è in corso il riassetto della rete degli sportelli tra le principali banche di territorio del gruppo.

Il grado di concentrazione del sistema bancario italiano. – Rispetto al 2000 la quota delle attività del sistema sul mercato nazionale facente capo ai primi cinque gruppi è cresciuta dal 48,6 al 51,5 per cento; l'indice di Herfindahl-Hirschman in base 10.000, calcolato sull'attivo totale delle unità operanti in Italia, è aumentato del 28 per cento, attestandosi a 768 alla fine del 2007. Tenendo conto dell'integrazione tra MPS e Antonveneta e tra Intesa Sanpaolo e Banca CR Firenze, entrambi gli indicatori crescono, rispettivamente, al 54,6 per cento e a 828.

Nei principali cinque paesi europei per totale attivo, il grado di concentrazione – misurato dalla quota di mercato dei primi cinque operatori – è pari, in media, al 46 per cento; il dato italiano (del 51,5 per cento come sopra riportato) si colloca al secondo posto dopo quello della Francia. Livelli di concentrazione più elevati si osservano nei paesi con sistemi bancari di dimensione minore.

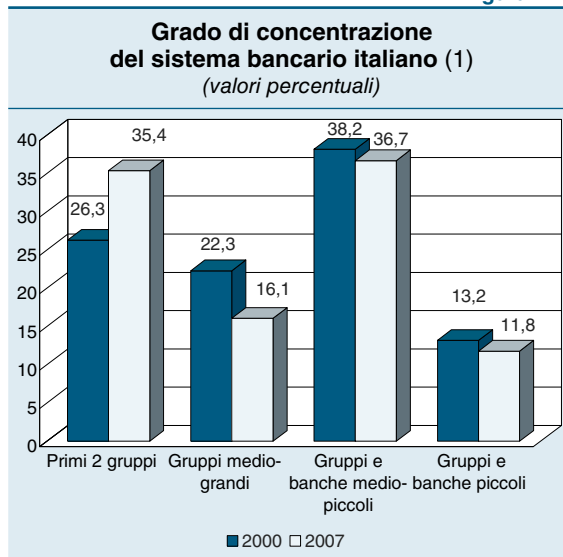
Il sistema è caratterizzato dalla presenza di quattro categorie di intermediari. La prima classe è composta da due gruppi (UniCredit e Intesa Sanpaolo) di dimensione rilevante anche in ambito europeo e con elevata proiezione internazionale, il cui peso complessivo sul totale degli attivi si attesta al 35,4 per cento (fig. 21.1). Ai due principali operatori si affiancano tre gruppi medio-grandi con operatività prevalentemente nazionale, tra cui due banche popolari; a tale raggruppamento è riconducibile il 16,1 per cento dell'attivo del sistema nazionale.

La fascia intermedia (36,7 per cento del mercato) è costituita da 56 tra gruppi e banche individuali, il cui attivo medio è pari a 16,4 miliardi. In essa coesistono intermediari con operatività prevalentemente tradizionale, banche specializzate, intermediari appartenenti a gruppi bancari esteri, alcune banche attive nel comparto dell'asset management e della bancassurance. La classe più numerosa, con una quota di mercato dell'11,8 per cento, è costituita da 603 piccoli intermediari specializzati nel finanziamento delle economie locali, tra cui le banche di credito cooperativo, e dalle filiali di banche estere di minore dimensione.

La proprietà dei gruppi bancari e delle banche. – All'inizio del 2008, con riferimento ai primi 10 gruppi bancari, i dati delle partecipazioni nel capitale rilevabili nell'archivio tenuto dalla Consob mostrano che la quota di capitale detenuta da soggetti esteri, calcolata come media delle quote individuali ponderate sulla base del valore dell'attivo degli intermediari, si attestava al 16,5 per cento, in diminuzione rispetto all'anno precedente (17,0 per cento). Essa risultava distribuita fra banche estere (7,6 per cento), società finanziarie estere (7,0 per cento) e assicurazioni estere (1,9 per cento). Una quota media del 15,0 per cento era di proprietà delle fondazioni bancarie; il 60,8 per cento del capitale, in media, risultava flottante sul mercato.

Limitando l'osservazione ai principali cinque gruppi bancari, la quota media di capitale detenuta da soggetti esteri, ponderata per il valore dell'attivo, si attestava al 5,4 per cento, risultando distribuita fra banche (2,0 per cento), società finanziarie (1,1 per cento) e assicurazioni (2,3 per cento); una quota media del 18,4 per cento era di proprietà delle fondazioni bancarie; il 69,1 per cento del capitale, in media, risultava flottante sul mercato.

Figura 21.1



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.

Considerando l'intero sistema bancario, all'inizio del 2008 risultavano detentori di partecipazioni superiori al 5 per cento del capitale 37 soggetti esteri – prevalentemente banche e finanziarie di paesi dell'Unione europea – con interessenze in 46 banche, di cui 25 capogruppo e 10 appartenenti a gruppi. Le fondazioni bancarie detenevano quote superiori al 50 per cento del capitale in 17 banche, alle quali faceva capo l'8,1 per cento dell'attivo totale delle unità operanti in Italia; disponevano di partecipazioni comprese tra il 5 e il 50 per cento in altri 44 intermediari.

Alla fine del 2007 le banche quotate erano 28, tre in meno dell'anno precedente; a esse faceva capo il 64,3 per cento dell'attivo del sistema (67,6 per cento nel 2006). Dei primi 20 gruppi per attivo consolidato, 8 non sono quotati in borsa.

Il grado di internazionalizzazione del sistema. – Alla fine del 2007 per i primi cinque gruppi bancari l'incidenza media dell'operatività all'estero sul totale attivo era del 35,3 per cento (38,3 nel 2006); per il totale dei gruppi la quota era del 25,7 per cento (26,4 nel 2006).

Alle 22 filiazioni di gruppi esteri era riconducibile l'11,2 per cento dell'attivo del sistema (10,0 nel 2006); considerando perfezionata l'acquisizione di Banca Antonveneta da parte di MPS, la quota scenderebbe al 9,2 per cento. Le succursali di banche estere – con l'esclusione di Bayerische HVB, inclusa nel gruppo UniCredit – rappresentavano l'8,2 per cento dell'attivo (7,6 nel 2006).

L'operatività delle filiali di banche estere in Italia si fa più articolata; accanto alla presenza nei comparti all'ingrosso dei mercati finanziari, si assiste a un crescente interesse per forme di intermediazione creditizia tradizionale, specie nel settore dei mutui ipotecari e del credito al consumo. Nell'ambito del corporate banking aumenta l'importanza delle strutture a più elevato contenuto innovativo, quali il project finance e il finanziamento di iniziative commerciali nel settore immobiliare; significativa è anche la presenza nella gestione del risparmio e nella consulenza in materia finanziaria. Tra le nuove attività risulta in ascesa, in particolare, la prestazione di servizi di banca depositaria.

I principali soggetti esteri che hanno acquisito banche italiane presentano un'offerta di servizi finanziari ad ampio spettro, dal corporate banking al retail; ciò ha comportato una complessiva revisione della gamma dei prodotti proposti, che sono stati arricchiti di contenuto e riconfigurati per adattarsi alle mutate esigenze espresse dal mercato italiano.

Dopo il consolidamento della presenza nell'Europa orientale, in cui la quota di mercato dei gruppi italiani si attesta, in media, al 18 per cento circa (tav. 21.2), gli intermediari italiani hanno manifestato interesse verso nuove aree geografiche, avviando acquisizioni di intermediari rilevanti in paesi dell'ex Unione Sovietica e del Nord Africa. Nel corso del 2007 la principale acquisizione all'estero ha riguardato la banca kazaka ATF, terza maggiore banca del paese, da parte di UniCredit. All'inizio del 2008 UniCredit ha perfezionato l'acquisizione di Ukrsotsbank, quarta maggiore banca ucraina.

I rapporti tra banche e assicurazioni. – In Italia le banche continuano a rappresentare il più importante canale di distribuzione dei prodotti assicurativi relativi al ramo vita: nel 2007 esse hanno collocato il 74,4 per cento del valore dei nuovi contratti assicurativi, per un ammontare complessivo di premi pari a 31 miliardi, in flessione del 14,6 per cento rispetto all'anno precedente.

All'inizio del 2008, 8 compagnie assicurative, fra cui 3 estere, erano presenti nel capitale di 26 banche italiane. Le banche controllate da gruppi assicurativi erano 7, preva-

lentamente orientate allo sviluppo dei canali distributivi e all'innovazione dei prodotti; a esse faceva capo l'1 per cento circa dell'attivo totale delle unità operanti in Italia.

Tavola 21.2

Presenza estera nei sistemi bancari di alcuni paesi europei (dati al 31 dicembre 2007)						
Paesi europei (1)	Numero banche			Attivo		
	Totale	di cui		Totale (miliardi di euro) (2)	di cui	
		filiali e filiazioni di soggetti esteri	filiali e filiazioni di soggetti italiani		percentuale relativa alle banche di proprietà estera	percentuale relativa alle banche di proprietà italiana
Austria	827	55	16	897,2	26,7	18,1
Belgio	110	85	1	1.402,9	23,4	0,1
Bulgaria	29	21	1	30,2	82,3	14,5
Croazia	38	20	7	48,5	90,6	43,6
Francia	401	161	11	6.375,0	12,2	1,7
Germania	2.015	139	16	7.625,7	11,4	4,1
Lussemburgo	156	144	13	915,4	91,7	3,9
Olanda	91	32	1	2.229,5	15,6	..
Polonia	64	40	4	235,2	71,2	18,2
Repubblica Ceca	37	29	4	140,4	97,6	9,1
Romania	42	36	18	69,4	87,8	8,8
Russia	1.092	86	3	560,1	17,2	1,6
Slovacchia	26	21	2	49,6	73,0	25,5
Slovenia	35	11	2	42,3	28,8	10,4
Spagna	282	98	3	2.946,7	11,6	0,1
Ungheria	231	34	5	105,6	86,0	20,3

Fonti: elaborazioni su dati forniti da banche centrali e autorità di vigilanza dei rispettivi paesi; segnalazioni di vigilanza individuali e Albo dei Gruppi.

(1) Austria: sono incluse le banche di risparmio edilizio; sono escluse le banche speciali (*Banken mit Sonderaufgaben*) che hanno natura di *real estate funds*, *investment companies* e *severance funds*. Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo: sono incluse le banche commerciali, le *savings banks*, le *mortgage banks* e le *building societies*. Croazia: sono incluse le *commercial banks* e le *housing savings banks*. Francia: sono incluse le banche commerciali, le banche organizzate in forma cooperativa e le succursali di banche dello spazio economico europeo. Germania: sono incluse le *Landesbanken*, le banche cooperative, gli istituti centrali delle banche cooperative e le banche con compiti speciali. Polonia: non sono incluse le *cooperative banks*. Slovenia: sono incluse le *commercial banks* e le *savings banks*. Spagna: sono incluse le sole *deposit institutions*. Ungheria: sono incluse le *savings cooperatives*. – (2) Attivo totale dei bilanci individuali.

A loro volta, 167 banche detenevano partecipazioni in 124 compagnie di assicurazioni e di brokeraggio, di cui 92 italiane. Fra le partecipazioni in compagnie italiane, 60, di cui 29 relative a società operanti nel ramo vita, erano superiori al 20 per cento; le interessenze di controllo esclusivo erano 24, di cui 8 in compagnie operanti nel ramo vita.

In base all'Accordo di coordinamento sottoscritto nel marzo del 2006 tra Banca d'Italia, Consob e Isvap, nel settembre del 2007 sono stati identificati – con riferimento ai dati dell'esercizio 2006 – nove conglomerati finanziari, di cui cinque di matrice bancaria e quattro di matrice assicurativa. A tali soggetti sono applicate le disposizioni in materia di vigilanza supplementare sul calcolo dell'adeguatezza patrimoniale emanate alla fine del 2007.

Nel mese di ottobre del 2007 è stato siglato un accordo di partnership tra il gruppo MPS e il gruppo assicurativo francese AXA nel settore bancassicurazione vita, danni e previdenza complementare. L'ac-

cordo ha comportato la cessione al gruppo francese del controllo delle relative partecipate assicurative (MP Vita, MP Assicurazione Danni, MPS Life e Quadrifoglio Vita), pur rimanendo in capo a MPS il 50 per cento del capitale sociale delle stesse.

Gli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio. – Nel 2007 è proseguita la crescita degli operatori dei settori dei fondi chiusi (mobiliari e immobiliari) e dei fondi cosiddetti speculativi: il numero complessivo degli operatori specializzati in tali tipologie di prodotti (140 SGR) ha ampiamente superato quello degli operatori che gestiscono prevalentemente fondi aperti di tipo tradizionale. Delle 27 società istituite nel 2007, 11 sono dedite all'attività di private equity, 4 gestiscono fondi speculativi aperti, 4 fondi aperti non speculativi e 8 fondi immobiliari.

A seguito dell'espansione dei comparti innovativi dei fondi chiusi e dei fondi speculativi, dove sono prevalenti le iniziative di operatori di matrice non bancaria, è continuata nel corso del 2007 la riduzione del numero delle SGR di matrice bancaria (dal 46,2 al 40,7 per cento del totale); 38 intermediari risultavano controllati direttamente o indirettamente da soggetti esteri; tra questi prevalgono le iniziative nel settore dei fondi aperti speculativi e non (23 SGR).

Le dinamiche del settore del risparmio gestito. – Negli anni più recenti la struttura del mercato del risparmio gestito – definito dall'insieme dei patrimoni gestiti, in forma individuale e collettiva, da SGR, banche e imprese di investimento – è stata influenzata principalmente dalla riallocazione di risorse dai fondi comuni di diritto italiano verso prodotti di investimento alternativi (obbligazioni bancarie e polizze assicurative) e dalla crescente penetrazione di fondi di intermediari esteri. Hanno inoltre influito sugli assetti del mercato alcune acquisizioni di primarie SGR da parte di gruppi bancari esteri, mentre le SGR dei gruppi assicurativi, che hanno in questi anni assunto in misura crescente il ruolo di gestore unico delle attività finanziarie dei loro gruppi, hanno beneficiato dell'aumento delle risorse affluite al comparto assicurativo.

Nel 2000 ai gestori la cui proprietà era riconducibile a banche italiane faceva capo l'83,5 per cento dei patrimoni; al 31 dicembre 2007 la loro quota si è ridotta al 55,4 per cento, prevalentemente a fronte dell'espansione dell'operatività dei gruppi assicurativi italiani (dal 7,7 al 17,5 per cento) e dei gruppi bancari esteri (dal 3,9 all'11,7 per cento). Gli operatori indipendenti italiani hanno quasi triplicato la loro quota (dall'1,3 al 3,7 per cento), che rimane tuttavia limitata.

Complessivamente, gli intermediari esteri hanno raggiunto una quota di mercato pari al 20 per cento circa. Il loro peso ha registrato un valore massimo alla fine del 2006 (28,5 per cento), a seguito della realizzazione della joint venture tra i gruppi Intesa e Crédit Agricole, che aveva portato Nextra SGR e Epsilon SGR all'interno del gruppo francese. Lo scioglimento dell'accordo, nel corso del 2007, a seguito della concentrazione tra Intesa e SanPaolo IMI, ha riportato nell'ambito del gruppo italiano patrimoni pari a circa 50 miliardi.

Nel settore dei fondi l'andamento è simile: la quota delle società italiane di emanazione bancaria si è ridotta nei sette anni in esame dal 92,4 al 63,5 per cento, prevalentemente a fronte della crescita di quelle delle banche estere (dall'1,1 al 14,7 per cento) e degli operatori italiani di matrice non bancaria (dall'1,0 al 6,4 per cento).

Nel confronto con i principali paesi europei, l'Italia presenta un'articolazione dell'offerta di fondi relativamente contenuta e una minore intensità nell'innovazione di

prodotto. La delocalizzazione della produzione – attraverso l’offerta di fondi istituiti da società residenti in Lussemburgo e Irlanda controllate da gruppi italiani – è dipesa, salvo limitati esempi, non da una strategia di espansione internazionale ma da motivazioni legate alla tassazione dei prodotti e delle società di gestione.

I patrimoni gestiti facenti capo complessivamente ai tre maggiori gruppi (Generali, UniCredit, Intesa Sanpaolo) hanno raggiunto dimensioni ragguardevoli. I gruppi hanno sviluppato, sia pure in misura e forme diverse, una presenza sui principali mercati europei anche grazie alle operazioni di aggregazione realizzate; la loro dimensione non è tuttavia sufficiente per svolgere un ruolo analogo a quello che essi hanno nei mercati bancario e assicurativo europei: il primo gruppo italiano è al quindicesimo posto nel risparmio gestito. La classifica Watson Wyatt mostra che nei primi 30 gruppi europei per dimensione del risparmio gestito vi sono solo 3 intermediari italiani, contro 8 britannici, 5 francesi e 5 tedeschi. In termini di patrimoni gestiti, le quote degli operatori britannici, francesi, svizzeri e tedeschi si aggirano attorno al 20 per cento, a fronte del 5 dei maggiori gruppi italiani.

Il resto dell’industria è composto da una fascia intermedia di operatori medio-piccoli, inseriti per lo più in gruppi bancari o partecipati da più banche, che presentano un’offerta di tipo “generalista”, e da un ristretto numero di soggetti indipendenti che hanno realizzato negli ultimi anni una rapida crescita, ma mantengono strategie di nicchia e un ammontare relativamente contenuto di patrimoni gestiti.

I singoli comparti di attività. – Nel settore dei fondi speculativi (hedge fund) si conferma la presenza rilevante di intermediari non inseriti in gruppi bancari e assicurativi, la cui quota di mercato si attesta al 28,5 per cento; si è ridotto il ruolo degli operatori esteri, che gestiscono il 19,4 per cento dei patrimoni complessivi (25,2 per cento nel 2006).

Tra i fondi chiusi mobiliari (fondi di private equity) sono aumentate nel 2007 le iniziative di operatori di matrice non bancaria, che gestiscono il 42,5 per cento del patrimonio complessivo; si è al contempo ridotta la presenza in questo settore dei soggetti di matrice bancaria (dal 27,5 al 23,6 per cento), a conferma di una tendenza delle banche a intervenire nel settore prevalentemente come investitori.

Nel settore dei fondi immobiliari nel 2007 è aumentata la quota di mercato degli operatori di matrice non bancaria o appartenenti a gruppi immobiliari nonché di quelli di proprietà estera.

Al 31 dicembre 2007 le SGR attive nel settore erano riconducibili a tre principali categorie. Le 15 società appartenenti a gruppi bancari gestivano 57 fondi (di cui 15 destinati al pubblico) che rappresentavano il 40,8 per cento del mercato. Le 15 società di emanazione di gruppi immobiliari gestivano 42 fondi (di cui 8 destinati al pubblico) con una quota di mercato del 34,3 per cento. Un numero crescente di iniziative è promosso da gruppi immobiliari esteri che utilizzano i fondi di diritto italiano per gli investimenti realizzati in Italia principalmente per conto dei fondi paneuropei da essi gestiti: il patrimonio complessivamente gestito da operatori esteri era pari a circa il 23 per cento del totale. Alla terza categoria appartengono società riconducibili a gestori indipendenti (9 SGR), in larga misura con esperienza maturata nel settore immobiliare: esse gestivano 37 fondi (di cui 1 solo destinato al pubblico) e detenevano una quota di mercato del 7,3 per cento. La dimensione media dei fondi gestiti da queste società (42 milioni) è più bassa di quella del sistema (129 milioni).

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – Nel corso dell’anno sono state istituite 8 nuove società, di cui 2 di proprietà estera. Le nuove SIM sono in prevalenza

specializzate nel servizio di gestione individuale di portafogli. Delle SIM iscritte all'albo, circa un terzo risulta di emanazione bancaria. Anche gli intermediari controllati direttamente o indirettamente da gruppi esteri sono circa un terzo del totale.

Società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Alla fine del 2007 le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB erano per circa due terzi costituite da veicoli in operazioni di cartolarizzazione. Tra gli intermediari diversi dalle società veicolo sono aumentati quelli appartenenti a gruppi bancari.

Nel comparto delle cartolarizzazioni sono state poste in essere 50 nuove operazioni, con l'emissione di titoli per un ammontare pari a 38 miliardi (62 operazioni nel 2006, per un ammontare di 35 miliardi); tra le attività cedute rimane significativa la presenza di crediti bancari. Da una specifica indagine è emerso che, a seguito della crisi finanziaria della scorsa estate, 14 cartolarizzazioni previste per il 2007, con emissioni per complessivi 5 miliardi, sono state posticipate al 2008, mentre altre operazioni già programmate (per complessivi 3,5 miliardi) non sono state realizzate. Le operazioni concluse sono state 25 (16 nel 2006); quelle ancora in corso di svolgimento sono 368 (343 nel 2006). I servizi di incasso e pagamento sono svolti per il 22,0 per cento dell'ammontare da intermediari finanziari specializzati e per il restante 78,0 per cento dai medesimi originator (14,7 per cento da intermediari finanziari e 63,3 per cento da banche).

La natura specialistica delle attività di leasing e di factoring spiega l'ampiezza della quota di mercato facente capo agli intermediari finanziari non bancari. In particolare, nel leasing la quota ascrivibile agli intermediari non bancari era pari al 72,1 per cento (di cui il 53,3 per cento riferibile a intermediari appartenenti a gruppi bancari italiani) e per il restante 27,9 per cento a banche. Nel factoring l'86,9 per cento del mercato era detenuto dagli intermediari finanziari (di cui il 63,2 per cento riferito a società appartenenti a gruppi bancari italiani) contro il restante 13,1 per cento facente capo a banche.

Nel credito al consumo prosegue l'aumento della quota di mercato facente capo agli intermediari finanziari, dal 45,0 al 49,1 per cento. Tale aumento è attribuibile in egual misura sia a società indipendenti sia a intermediari appartenenti a gruppi bancari, le cui quote di mercato ammontano rispettivamente al 29,1 e al 20,0 per cento.

Anche nel 2007 rimane significativa la presenza di soggetti esteri che controllano società finanziarie iscritte nell'elenco speciale. I comparti operativi che risultano maggiormente interessati dalla presenza estera sono, nell'ordine, il credito al consumo, il leasing e il factoring, con quote di mercato rispettivamente del 18,7, 17,8 e 11,6 per cento.

Per la distribuzione dei propri prodotti gli intermediari finanziari hanno utilizzato canali diversificati a seconda dell'operatività svolta. In particolare, le società di leasing si sono avvalse principalmente di agenti e mediatori (28,9 per cento dell'erogato), del canale bancario (26,0 per cento) e di proprie dipendenze (24,3 per cento); le società di factoring hanno utilizzato quasi esclusivamente le proprie dipendenze (76,9 per cento). Per la distribuzione del credito al consumo, il 46,5 per cento dell'erogato è riferibile agli esercizi commerciali e il 29,7 per cento alle dipendenze proprie; nella cessione del quinto è prevalente l'utilizzo di agenti e mediatori (49,0 per cento).

22. L'AZIONE DI VIGILANZA

La cooperazione internazionale

L'attività dei principali comitati internazionali per la stabilità finanziaria e la cooperazione di vigilanza è stata diretta ad analizzare cause ed effetti della turbolenza sui mercati e a identificare le misure idonee a rafforzare la solidità dei sistemi finanziari. Le tensioni sui mercati rafforzano l'esigenza di interventi, in atto da tempo, volti a migliorare il quadro regolamentare e gli assetti di supervisione e richiedono che si consolidi la tendenza verso forme più strette di coordinamento e collaborazione tra le autorità dei diversi paesi.

Il Comitato di Basilea. – Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha avviato iniziative volte a migliorare alcuni aspetti del nuovo quadro regolamentare (Basilea II), in linea con le raccomandazioni del FSF (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutarî*). Nell'ambito del primo pilastro sarà rafforzato il trattamento prudenziale di alcuni prodotti strutturati e delle linee di liquidità concesse ai veicoli fuori bilancio, al fine di eliminare possibili arbitraggi e incentivi distorti all'assunzione del rischio. Sarà rivisto il trattamento prudenziale del rischio specifico nel *trading book*, per far fronte alle perdite che potrebbero manifestarsi non solo in caso di default ma anche in relazione a eventi inattesi, quali migrazioni tra classi di rating, notizie societarie negative o drastiche diminuzioni della liquidità dei mercati. Con riferimento al secondo pilastro, saranno condotti approfondimenti volti a sviluppare linee guida per l'affinamento delle pratiche di gestione dei rischi degli intermediari, in particolare le procedure di stress testing, gli strumenti interni di valutazione dei rischi associati alle operazioni di cartolarizzazione e le esposizioni verso i veicoli fuori bilancio. Per quanto riguarda il terzo pilastro, sono in corso approfondimenti su come migliorare l'informativa ai mercati sugli strumenti complessi e sul coinvolgimento delle banche nell'attività dei veicoli non consolidati.

Le tensioni sui mercati internazionali registrate a partire dal mese di agosto dello scorso anno hanno fatto emergere l'importanza di un'adeguata gestione del rischio di liquidità da parte delle banche. Il Comitato di Basilea ha pubblicato nel febbraio del 2008 un documento sulle prassi di vigilanza seguite nei diversi paesi, che fornisce una base di analisi per la revisione e l'aggiornamento delle linee guida del 2000; un nuovo documento sarà pubblicato per la consultazione nel luglio del 2008 e conterrà indicazioni per le banche per far fronte alle carenze individuate nella gestione del rischio di liquidità, soprattutto con riferimento alle metodologie di stress testing, alla definizione di appropriati piani di emergenza (*contingency funding plans*), alla gestione delle attività e degli impegni fuori bilancio. Il Comitato ha anche avviato lavori per valutare la possibilità di rafforzare gli standard di regolamentazione e supervisione del rischio di

liquidità e di realizzare una maggiore convergenza tra le regole di liquidità per i gruppi bancari cross-border. La Banca d'Italia ha contribuito ai lavori con l'intento di valorizzare le migliori prassi utilizzate dagli intermediari e promuovere approcci prudenziali che consentano di assicurare parità di trattamento tra banche e tra paesi.

Il Comitato sta, infine, svolgendo analisi sulla definizione del patrimonio di vigilanza e sulla valutazione al fair value degli strumenti complessi o illiquidi.

Il Consiglio Ecofin dell'Unione europea. – In ambito europeo le iniziative in corso a fronte delle turbolenze sui mercati finanziari procedono in modo coordinato e coerente con quelle del FSF e degli organismi competenti per lo sviluppo degli standard internazionali di vigilanza. Nell'ottobre del 2007 il Consiglio Ecofin ha adottato una *road map*, aggiornata nel maggio di quest'anno, che delinea misure specifiche per il rafforzamento del sistema finanziario, con i seguenti obiettivi: aumentare la trasparenza per investitori, mercati e supervisori; migliorare gli standard di valutazione dei prodotti finanziari; rafforzare le regole prudenziali e la gestione dei rischi da parte degli intermediari con misure che confluiranno nel processo di revisione della direttiva sui requisiti di capitale avviato dalla Commissione; promuovere un più efficiente funzionamento dei mercati finanziari, anche stimolando l'introduzione da parte delle agenzie di rating di miglioramenti nelle tecniche di valutazione del merito di credito.

Nelle riunioni dell'ottobre del 2007 e del maggio successivo, il Consiglio ha stabilito di intraprendere ulteriori azioni per rafforzare i meccanismi per la stabilità finanziaria in ambito europeo e rendere più efficiente la cooperazione tra autorità nazionali per la gestione di crisi cross-border aventi rilevanza sistemica.

Nel maggio del 2008 i Ministri delle finanze, i Governatori delle banche centrali e i rappresentanti delle autorità di vigilanza hanno concordato un nuovo Memorandum of Understanding (MoU) per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria transfrontaliera, che aggiorna il Memorandum sottoscritto nel 2005 e lo estende alle autorità di vigilanza dei settori mobiliare, assicurativo e dei fondi pensione. Le principali novità riguardano l'inclusione nel Memorandum di principi comuni per la gestione delle crisi cross-border, la definizione di un quadro analitico condiviso per la valutazione dell'impatto sistemico delle crisi, la definizione di linee guida operative comuni relative alle procedure di cooperazione che le diverse autorità dovrebbero seguire in caso di crisi. Il nuovo MoU comprende inoltre – per quei paesi che presentino interessi comuni in materia di stabilità finanziaria dovuti alla presenza di gruppi cross-border – uno schema di protocollo d'intesa per la gestione della crisi di un singolo gruppo, che specifica in maggiore dettaglio le procedure per lo scambio di informazioni e definisce i principi generali per l'eventuale ripartizione dei costi. Per verificare il funzionamento del MoU e dei meccanismi per la stabilità finanziaria, nel 2009 il Comitato economico e finanziario condurrà un esercizio di simulazione a livello europeo di una crisi finanziaria.

Il Consiglio ha inoltre invitato la Commissione a: valutare l'eventuale estensione del campo di applicazione della vigente direttiva sul risanamento e la liquidazione degli enti creditizi (direttiva CE 4 aprile 2001, n. 24) per includervi le filiazioni estere; condurre uno studio di fattibilità per la riduzione degli ostacoli al trasferimento transfrontaliero di attività, introducendo al tempo stesso adeguate clausole di salvaguardia nelle legislazioni bancaria, fallimentare e societaria; esaminare possibili interventi per accrescere l'interoperabilità fra i sistemi di assicurazione dei depositi, accelerarne i tempi di rimborso, migliorare l'informazione dei depositanti.

Con il contributo delle principali istituzioni e organismi europei, nel dicembre del 2007 il Consiglio ha approvato raccomandazioni – ribadite nella riunione dello scorso mese di maggio – volte a migliorare il funzionamento della procedura Lamfalussy nei diversi livelli in cui questa è articolata, al fine di consentire più rapidi progressi verso la convergenza e una maggiore efficacia della vigilanza in Europa, in particolare sui gruppi cross-border.

Per quanto riguarda il primo e il secondo livello, relativi all'adozione delle normative, si chiede al legislatore comunitario un impegno a limitare il ricorso a opzioni e discrezionalità nazionali nelle direttive e nelle relative misure di attuazione e ad accompagnare le misure con valutazioni sull'impatto economico e sui meccanismi di convergenza della vigilanza. Il Consiglio invita gli Stati membri a introdurre nel mandato delle autorità di vigilanza nazionali l'impegno a rafforzare la cooperazione e la convergenza delle prassi di supervisione e a tener conto, nello svolgimento dei propri compiti, dei riflessi sulla stabilità finanziaria anche in altri Stati membri. Viene, inoltre, sollecitata l'introduzione di misure per il potenziamento dei Comitati di terzo livello. A tale riguardo, ai Comitati viene richiesto: a) di sottoporre i propri programmi di lavoro alle Istituzioni europee, al fine di consentire loro di esprimersi sulle priorità in tema di convergenza e cooperazione di vigilanza, e di riferire annualmente sui risultati del proprio operato; b) di introdurre negli statuti la possibilità di applicare la votazione a maggioranza qualificata ove necessario; sebbene le decisioni dei Comitati rimangano non vincolanti, viene previsto che le autorità che non si adeguano debbano fornirne le ragioni pubblicamente; c) di valutare l'introduzione di linee guida operative per i collegi dei supervisori sui gruppi bancari cross-border, in modo da assicurare la coerenza delle prassi seguite dai diversi collegi e la condivisione di quelle migliori; d) di condurre una valutazione periodica dei principali rischi e vulnerabilità del sistema finanziario europeo e di comunicarne i risultati al Comitato economico e finanziario. La Commissione è invitata a valutare e proporre il finanziamento, a valere sul bilancio comunitario, di specifici progetti chiesti ai Comitati. Alla Commissione e ai Comitati di terzo livello viene infine chiesto di suggerire un piano di scadenze temporali per l'adozione di uno schema unico per le segnalazioni prudenziali e per le date di invio delle stesse.

La Banca d'Italia si è espressa a favore di iniziative volte a dotare il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) di migliori meccanismi decisionali e di maggiori risorse in modo che esso possa svolgere un ruolo più incisivo nello sviluppo della cooperazione tra supervisori e della convergenza delle prassi di vigilanza.

L'attività normativa dell'Unione europea. – La Commissione europea ha avviato i lavori per la revisione delle direttive sui requisiti di capitale delle banche e delle imprese di investimento (direttive CE 14 giugno 2006, n. 48 e n. 49), in particolare sugli aspetti relativi alla cooperazione cross-border tra autorità home e host in situazioni normali e in caso di crisi; sulla disciplina dei grandi rischi; sul trattamento degli strumenti cosiddetti ibridi nel calcolo del patrimonio di vigilanza. Nell'aprile del 2008 tali proposte sono state sottoposte a una consultazione pubblica, che verrà accompagnata da uno studio di impatto; la presentazione formale dovrebbe avere luogo nel mese di settembre del 2008.

Con riferimento alla cooperazione tra autorità, la proposta prevede: il rafforzamento del ruolo di coordinamento dell'autorità che esercita la vigilanza consolidata su un gruppo cross-border; un maggior flusso informativo alle autorità dei paesi host in cui siano presenti filiali sistemicamente rilevanti appartenenti a banche di altri paesi dell'Unione; un quadro normativo più preciso per la trasmissione delle informazioni rilevanti alle banche centrali e ai ministeri delle finanze in situazioni di crisi. La proposta introduce inoltre l'obbligo di costituzione dei collegi dei supervisori e richiede alle autorità home e host di raggiungere un accordo su alcuni aspetti importanti dell'applicazione della disciplina, prevedendo la possibilità di richiedere il parere del CEBS in caso di disaccordo. La Banca d'Italia si è espressa a favore di un rafforzamento, nell'ambito dei collegi, del ruolo di coordinamento dell'autorità del paese di origine sia in situazioni normali sia in caso di crisi.

In materia di grandi fidi, gli aspetti di maggior rilevanza riguardano il trattamento delle esposizioni interbancarie e di quelle intragruppo. Sul primo aspetto, si prevede che l'esposizione nei confronti di una banca non possa superare il 25 per cento dei fondi propri ovvero, qualora più elevato, un ammontare fisso, il cui importo non è stato ancora stabilito; gli Stati membri possono comunque fissare una soglia inferiore. Sulle esposizioni intragruppo, la proposta di emendamento prevede che gli Stati membri devono esentare dall'applicazione del limite ordinario del 25 per cento le esposizioni nei confronti di controparti appartenenti allo stesso gruppo, al ricorrere delle condizioni previste.

Con riferimento alla disciplina degli strumenti ibridi, la proposta della Commissione non contiene – seguendo il parere espresso dal CEBS – una loro definizione ma stabilisce una lista di criteri per

l'inclusione nel patrimonio di base (permanenza, flessibilità dei pagamenti, capacità di assorbimento delle perdite). Sui limiti di computabilità, la proposta prevede, pur con alcuni aggiustamenti, l'opzione sostenuta dalla delegazione italiana nell'ambito del CEBS, secondo la quale gli strumenti ibridi sono computati sulla base di un sistema di soglie differenziate, fino a un massimo del 50 per cento del patrimonio di base, a seconda della loro qualità patrimoniale.

L'attività dei Comitati di vigilanza. – La Banca d'Italia ha contribuito ai lavori del CEBS per favorire un'applicazione omogenea della direttiva sui requisiti di capitale e una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza. Nel settembre del 2007 il CEBS ha approvato un sistema volontario e non vincolante di conciliazione (*mediation*) delle controversie tra autorità nazionali; nell'ottobre del 2007 ha approvato il meccanismo di *peer review*, istituendo un apposito organismo (*Review Panel*) con il compito di valutare il grado di convergenza delle prassi di vigilanza su specifici argomenti. Nel dicembre del 2007, sulla base dei lavori coordinati dalla Banca d'Italia nell'ambito del CEBS, sono stati pubblicati uno schema di accordo multilaterale tra le autorità coinvolte nella vigilanza dei gruppi bancari europei e un documento sulle modalità di funzionamento dei collegi dei supervisori, volti a fornire una base per la cooperazione e l'organizzazione della vigilanza sui grandi gruppi cross-border in situazioni normali e di crisi. In particolare, lo schema di accordo multilaterale servirà da guida alle autorità partecipanti ai collegi per la stipula di accordi scritti di collaborazione.

Nel dicembre del 2007 il CEBS ha pubblicato, inoltre, una proposta di emendamento delle linee guida sulle segnalazioni di vigilanza prudenziali consolidate al fine di armonizzare le frequenze e i tempi per l'invio delle stesse alle autorità nazionali. La proposta, sottoposta a consultazione pubblica, prevede l'introduzione – a partire dal 2011 – di una frequenza di segnalazione trimestrale e di un termine massimo di invio delle segnalazioni pari a 35 giorni lavorativi dalla data di riferimento delle stesse.

Nel settore del risparmio gestito la Banca d'Italia ha contribuito ai lavori del Committee of European Securities Regulators (CESR). Per favorire l'applicazione coerente della normativa comunitaria e la convergenza delle prassi di vigilanza, il Comitato ha avviato approfondimenti sui modelli di supervisione dei diversi paesi comunitari e sulle discipline nazionali in materia di sistemi di risk management delle società di gestione.

La normativa nazionale

Il quadro legislativo del comparto finanziario si è modificato a seguito del recepimento delle direttive comunitarie in tema di offerte pubbliche di acquisto (OPA) e di mercati degli strumenti finanziari (MiFID). Tali interventi rispondono all'obiettivo di accrescere le tutele per gli investitori e i risparmiatori, promuovere l'integrazione e la competitività della piazza finanziaria, preservare la contendibilità delle imprese, elevare il grado di trasparenza nel mercato. In materia di prevenzione del riciclaggio è stato emanato il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, di recepimento della direttiva CE 26 ottobre 2005, n. 60 (terza direttiva antiriciclaggio).

Il recepimento della direttiva OPA. – Le soluzioni adottate nella trasposizione della direttiva, volte a comporre i diversi interessi in gioco – contendibilità del controllo, tutela degli azionisti di minoranza – confermano, nelle linee portanti, la disciplina

previgente: soglia del 30 per cento per l'OPA obbligatoria, obbligo di autorizzazione assembleare per l'adozione di misure difensive (*passivity rule*), diritto di recesso dai patti parasociali per chi intenda aderire a un'OPA. Le innovazioni di maggior rilievo sono rappresentate dall'introduzione della regola di neutralizzazione e dal riconoscimento del principio di reciprocità. La prima (*breakthrough rule*) determina l'inefficacia, nei confronti dell'offerente, di talune restrizioni al diritto di voto e limitazioni al trasferimento dei titoli. Il principio di reciprocità consiste nella disapplicazione della *passivity* e della *breakthrough rule* qualora l'offerente – soggetto ad altro ordinamento – non sia vincolato al rispetto delle stesse regole o di disposizioni equivalenti.

Il recepimento della direttiva MiFID. – Le modifiche apportate al Testo unico della finanza (TUF) con il recepimento della direttiva MiFID (decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164) hanno innovato profondamente il quadro normativo dei servizi e delle attività di investimento. Sono state ampliate le attività il cui esercizio è riservato agli intermediari autorizzati, includendo nel novero dei servizi di investimento anche la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; la disciplina è stata resa più flessibile distinguendo il grado di tutela in funzione della natura del servizio prestato e delle caratteristiche della clientela; il coordinamento tra le autorità di vigilanza è stato rafforzato.

Il recepimento della direttiva MiFID è stato completato con una serie di provvedimenti delle Autorità di vigilanza, tutti emanati il 29 ottobre 2007. La Banca d'Italia e la Consob, con un regolamento congiunto, hanno definito i requisiti organizzativi e le procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento (principalmente SIM e banche). Per delineare una cornice organizzativa comune a tutti i soggetti che operano nel mercato mobiliare, le nuove disposizioni si applicano anche agli intermediari autorizzati a svolgere il servizio di gestione collettiva del risparmio (SGR e SICAV). Per rafforzare il coordinamento tra le Autorità di vigilanza nel settore dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio, la Banca d'Italia e la Consob hanno stipulato, il 31 ottobre 2007, un protocollo d'intesa, allegato al regolamento congiunto.

Il regolamento congiunto non impone ai soggetti vigilati oneri aggiuntivi rispetto a quelli comunitari; l'impostazione per principi della regolamentazione affida agli intermediari stessi la ricerca di idonee soluzioni organizzative e procedurali per assicurare l'osservanza delle disposizioni; l'esplicita previsione del principio di proporzionalità agevola l'applicazione delle regole a un vasto numero di soggetti aventi natura e caratteristiche tra loro diverse.

I principi e le regole relative al sistema organizzativo (criteri per la definizione dell'assetto organizzativo; ruolo e responsabilità degli organi aziendali; struttura e compiti delle funzioni di controllo interno) risultano coordinati con l'analoga disciplina per le banche, contenuta nelle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia attuative del Testo unico bancario (TUB), in modo da evitare duplicazioni di strutture e funzioni.

Finalizzato a ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli intermediari, il protocollo prevede specifiche misure per il coordinamento delle attività di vigilanza. La loro attuazione è favorita dall'istituzione di due comitati permanenti, competenti rispettivamente per le questioni strategiche e tecnico-procedurali. Tra i temi attualmente all'attenzione dei due comitati assumono rilievo la definizione dei criteri relativi allo scambio di informazioni sui soggetti vigilati tra le due Autorità e la specificazione delle informazioni che gli intermediari devono fornire alle Autorità di controllo all'atto della richiesta di abilitazione all'esercizio dei servizi di investimento.

La Banca d'Italia, con proprio provvedimento, ha stabilito i requisiti di capitale minimo iniziale delle SIM che intendono prestare i servizi di investimento, ne ha di-

sciplinato l'operatività all'estero e definito la regolamentazione in materia di deposito e sub-deposito dei beni della clientela, graduando le prescrizioni in relazione alle caratteristiche di quest'ultima (al dettaglio o qualificata). La Consob ha disciplinato gli obblighi di condotta per la prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva nonché definito la regolamentazione dei mercati.

Prevenzione del riciclaggio. – In materia di antiriciclaggio il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, ha introdotto importanti innovazioni, quali l'estensione delle misure di prevenzione del riciclaggio anche alla materia del finanziamento del terrorismo e l'introduzione di un'analisi del profilo della clientela basata sul rischio. In tale ambito, accanto a ipotesi in cui la legge prevede una *due diligence* semplificata o rafforzata, gli intermediari possono calibrare gli adempimenti necessari alla verifica del profilo della clientela in relazione alle diverse situazioni di rischio associate al cliente, al prodotto o alla transazione.

Il decreto ha anche previsto la confluenza dell'Ufficio italiano dei cambi nella Banca d'Italia e l'istituzione dell'Unità di informazione finanziaria (UIF), che accentra i compiti relativi alla materia delle segnalazioni di operazioni sospette, con particolare riferimento all'attività di analisi e approfondimento finanziario della segnalazione, di analisi dei flussi statistici, di collegamento con le Autorità nazionali e con le Financial Intelligence Unit estere e di verifica dei casi di omessa segnalazione.

Alla Banca d'Italia, in qualità di Autorità di vigilanza, sono stati attribuiti estesi poteri normativi, di controllo e sanzionatori. In particolare, il decreto affida alle Autorità di vigilanza di settore, d'intesa tra loro, compiti inerenti all'emanazione di disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela, organizzazione, procedure e controlli interni, registrazione delle operazioni. Spetta inoltre alla Banca d'Italia verificare, anche in via ispettiva, il rispetto degli obblighi previsti dalla normativa da parte dei soggetti vigilati. Gli accertamenti riguarderanno le iniziative organizzative assunte dagli intermediari per assicurare un'adeguata conoscenza della clientela, la sussistenza di un idoneo sistema di controlli interni, la formazione del personale, la corretta registrazione nell'archivio unico informatico e il rispetto della procedura e degli obblighi per la segnalazione delle operazioni sospette.

Normativa prudenziale. – Nel corso del 2007 è stato completato l'adeguamento della regolamentazione prudenziale alla nuova disciplina europea (Basilea II; cfr. il capitolo 16: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2006) con l'emanazione delle disposizioni di vigilanza riguardanti le SIM e l'estensione del nuovo impianto di vigilanza agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del TUB. In applicazione del principio di proporzionalità, per le SIM la cui esposizione ai rischi è ridotta in relazione alla natura dell'attività svolta è stato previsto un regime prudenziale agevolato.

Il recepimento dell'impianto di Basilea II a livello nazionale ha dato impulso a una più estesa rivisitazione normativa, in termini di prodotti, schemi negoziali e intermediari, volta a cogliere i benefici della nuova regolamentazione. In tale prospettiva si collocano la nuova disciplina delle obbligazioni bancarie garantite (cfr. il capitolo 3: *L'attività normativa* nella Relazione al Parlamento e al Governo sul 2006), che ha trovato compiuta attuazione nel 2007, e la riforma organica dei confidi, completata quest'anno con l'emanazione da parte della Banca d'Italia delle disposizioni di vigilanza applicabili

a tale tipologia di intermediari. La disciplina di vigilanza e il regime prudenziale applicabile ai confidi sono analoghi a quelli previsti per gli intermediari finanziari e per le banche di credito cooperativo.

La complessità e la portata innovativa della nuova regolamentazione prudenziale impongono una costante azione di confronto con gli operatori, le autorità di vigilanza e altre istituzioni, nazionali ed estere, al fine di assicurarne una corretta e omogenea applicazione. In tale prospettiva, con provvedimento del marzo di quest'anno, sono state apportate modifiche alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, al fine di allineare la normativa prudenziale per le banche agli orientamenti applicativi emersi a livello europeo; in questo ambito è stata rivista la disciplina degli elementi da dedurre dal patrimonio di vigilanza.

Normativa in materia di governance. – Nella supervisione bancaria è centrale l'attenzione rivolta ai profili organizzativi degli intermediari; in un contesto caratterizzato da crescente complessità, sistemi di governo efficienti rappresentano il presupposto fondamentale per il perseguimento degli obiettivi aziendali in condizioni di sana e prudente gestione.

Le “Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche”, emanate dalla Banca d'Italia nel marzo del 2008, incidono sugli snodi più importanti dell'assetto societario: compiti e poteri degli organi aziendali; loro composizione; meccanismi di remunerazione e incentivazione; flussi informativi. L'intervento trae origine dalle novità introdotte dalla riforma del diritto societario e dal relativo coordinamento con il TUB, con particolare riguardo alla possibilità per le banche di adottare sistemi di amministrazione e controllo diversi da quello tradizionale; si ispira alle migliori prassi rilevate a livello internazionale.

Le norme danno attuazione ai principi indicati nel decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 5 agosto 2004. Esse rimettono, in via generale, all'autonomia degli intermediari il compito di individuare gli assetti di governo più idonei alle caratteristiche e alle strategie aziendali e trovano applicazione secondo un criterio di proporzionalità. Le scelte devono essere attentamente valutate e motivate dagli intermediari e illustrate in un apposito progetto di governo societario.

Le disposizioni fanno riferimento alle funzioni – di supervisione strategica, di gestione e di controllo – che assumono rilievo a fini di vigilanza; esse devono essere ripartite tra gli organi aziendali, o all'interno degli stessi, in modo che siano chiaramente definiti i rispettivi compiti e sia possibile instaurare una costruttiva dialettica e corrette dinamiche di controllo. In tale prospettiva sono valorizzati, tra l'altro, la posizione del presidente dell'organo di supervisione strategica e il ruolo degli amministratori non esecutivi e indipendenti.

Dell'organo di controllo, referente dell'Autorità di vigilanza ai sensi dell'art. 52 del TUB, viene enfatizzato il ruolo di vertice e di coordinamento del complessivo sistema dei controlli interni, rimodulato l'ambito delle competenze coerentemente con la nuova regolamentazione prudenziale e l'importanza assunta dall'efficace presidio dei conflitti di interesse. A fronte delle irregolarità gestionali, delle lacune organizzative e delle violazioni normative riscontrate, l'organo di controllo deve richiedere l'adozione di misure correttive e verificarne nel tempo l'efficacia. L'integrità dell'attività viene preservata, tra l'altro, estendendo le cause civilistiche di ineleggibilità per i componenti dell'organo di controllo al perimetro rilevante a fini di vigilanza.

I presidi relativi al modello dualistico intendono assicurare la chiara distinzione di compiti tra consiglio di sorveglianza e di gestione, nel caso in cui al primo siano attribuite funzioni di supervisione strategica, e garantire l'efficacia e l'efficienza dei controlli. La costituzione, nel consiglio di sorveglianza, di un apposito comitato per il controllo interno, composto da soggetti indipendenti e dotati di adeguati requisiti di professionalità, risponde a tali obiettivi.

Nei modelli alternativi, in linea con quanto stabilito dall'art. 52 del TUB e dal richiamato decreto ministeriale, i compiti e i poteri dell'organo di controllo sono estesi rispetto alle previsioni civilistiche, in modo da assicurarne una sostanziale equivalenza con il sistema tradizionale.

In materia di remunerazione, viene previsto il coinvolgimento dell'assemblea nella definizione delle politiche retributive e dei piani di compensi basati su strumenti finanziari; con particolare riguardo alle componenti variabili viene richiesta l'adozione di tecniche di ponderazione per il rischio e di meccanismi volti ad assicurare il collegamento del compenso con risultati effettivi e duraturi. Specifiche prescrizioni sono dettate con riguardo agli organi di controllo, ai consiglieri non esecutivi e ai responsabili delle funzioni di controllo interno, per tenere conto delle peculiarità e della delicatezza dei rispettivi ruoli.

Le banche e i gruppi bancari dovranno verificare la coerenza dei propri assetti di governo con le nuove disposizioni e realizzare gli eventuali interventi correttivi entro il termine del 30 giugno 2009.

La disciplina di vigilanza è parte di un più ampio sistema normativo. Per le banche quotate, gli assetti di governance sono rafforzati dalle specifiche previsioni in tema di emittenti contenute nel TUF; a seguito delle novità introdotte dalla legge per la tutela del risparmio, la Consob ha rivisto le disposizioni riguardanti le modalità di nomina degli esponenti aziendali e i limiti al cumulo degli incarichi. In prospettiva un rafforzamento della qualità degli esponenti aziendali delle banche, in punto di onorabilità, professionalità e indipendenza, potrà derivare da una revisione del regolamento ministeriale previsto dall'art. 26 del TUB.

Operazioni con parti correlate. – Idonei assetti organizzativi e di controllo interno consentono una precoce rilevazione dei fattori di rischio aziendali, limitano il rischio di abusi a danno degli azionisti o della clientela, favoriscono la corretta gestione dei conflitti di interesse nell'attività bancaria. La legge per la tutela del risparmio è, tra l'altro, intervenuta sulla disciplina delle attività di rischio verso soggetti collegati, ai sensi dell'art. 53, commi 4 e seguenti, del TUB. La Banca d'Italia ha posto in consultazione le linee essenziali della regolamentazione attuativa, in vista della proposta da formulare al CICR.

La disciplina mira a presidiare il rischio che la vicinanza di taluni soggetti, anche di natura industriale, ai centri decisionali della banca possa compromettere l'oggettività e l'imparzialità delle valutazioni concernenti l'assunzione di attività di rischio nei loro confronti, determinando distorsioni nel processo di allocazione delle risorse ed esponendo la banca a rischi non adeguatamente misurati o presidiati. L'emananda regolamentazione si prefigge di rafforzare i presidi a fronte di tale potenziale conflitto di interessi, raccogliendo in tal modo anche le indicazioni formulate dal Fondo monetario internazionale.

Relazioni intermediari-clientela. – Il presidio dei conflitti di interesse, il rafforzamento degli assetti di governo delle banche e il rigoroso rispetto delle prescrizioni normative e di autoregolamentazione – a cui espressamente tendono le disposizioni di vigilanza sulla conformità alle norme (compliance) (cfr. il capitolo 16: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2006) – favoriscono un'operatività improntata a canoni di correttezza formale e sostanziale e hanno ricadute positive anche sul piano dei rapporti con la clientela.

La Banca d'Italia è impegnata anche a sviluppare iniziative in tema di financial education, per accrescere il grado di consapevolezza della clientela sui rischi e le opportunità nel mercato, e a favorire l'attuazione dell'articolo 128-bis del TUB, introdotto dalla legge per la tutela del risparmio, che prevede l'obbligatoria adesione degli intermediari a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela.

Con riferimento a quest'ultimo profilo, la Banca d'Italia ha sottoposto a consultazione, in vista della proposta da formulare al CICR, una bozza di regolamentazione e ha svolto incontri con le categorie rappresentative degli intermediari e dei consumatori. Il documento identifica l'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo del sistema; prefigura il possibile ruolo delle associazioni di categoria degli intermediari e delle diverse fasce di clientela; prospetta una composizione dell'organo decidente ispirata a criteri di imparzialità e rappresentatività; delinea procedure che favoriscono la rapidità, l'economicità e l'effettività della tutela; tende ad assicurare la funzionalità, anche in termini di specializzazione e formazione di orientamenti significativi e uniformi, dell'intero sistema; configura un contributo della Banca d'Italia al funzionamento del nuovo sistema a testimonianza dell'attenzione che l'Autorità di vigilanza attribuisce al corretto dispiegarsi delle relazioni banca-cliente.

Negli ultimi anni le relazioni banca-cliente sono state oggetto anche di provvedimenti di rango legislativo che hanno inciso direttamente su specifici ambiti della disciplina di trasparenza e di determinati prodotti o servizi prestati alla clientela (cfr. il capitolo 16: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2006). Nella stessa logica di tutela del contraente debole si collocano alcune previsioni contenute nella legge 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria per il 2008).

La legge finanziaria per il 2008 ha introdotto la disciplina dell'azione collettiva risarcitoria a tutela dei consumatori (class action). L'intervento mira a innalzare il grado di protezione di consumatori e risparmiatori riducendo i costi di accesso alla giustizia e quindi gli ostacoli alla tutela giudiziaria dei diritti, in caso di danni, contrattuali o da fatto illecito, di modesta entità ma diffusi tra un elevato numero di soggetti.

La citata legge finanziaria ha inoltre emendato l'art. 118, comma 4, del TUB, in materia di modifica unilaterale delle condizioni contrattuali (jus variandi), per chiarirne la portata applicativa, e ha modificato, nella prospettiva di accrescere ulteriormente la tutela della clientela bancaria in materia di estinzione anticipata dei mutui immobiliari e loro "portabilità", il decreto legge 31 gennaio 2007, n. 7, convertito, con modificazioni, dalla legge 2 aprile 2007, n. 40. A quest'ultimo riguardo, la Banca d'Italia ha di recente richiamato le banche a una corretta applicazione della disciplina e a fornire una chiara e completa informativa alla clientela sulle condizioni e sulle modalità di esercizio dei diritti a essa riconosciuti. Anche l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha di recente annunciato iniziative volte a garantire la piena attuazione della disciplina sull'estinzione e la portabilità dei mutui. Nel mese di maggio, inoltre, il Governo ha annunciato un accordo con l'ABI in merito alla possibilità per la clientela di rinegoziare i mutui in essere mantenendone costante la rata e allungandone la durata.

Si richiamano infine i vincoli introdotti dalla stessa legge finanziaria alla sottoscrizione di strumenti finanziari derivati da parte di Regioni ed Enti locali.

Gestione collettiva del risparmio. – Nel settore della gestione collettiva del risparmio le iniziative normative mirano a favorire la competitività del settore, valorizzare l'autonomia degli intermediari nell'organizzazione e nella gestione dei rischi, ridurre e semplificare i procedimenti amministrativi.

Per individuare le soluzioni normative e regolamentari che possano rilanciare l'industria del risparmio gestito nel nostro paese, nello scorso mese di febbraio la Banca d'Italia ha promosso la costituzione di un apposito gruppo di lavoro, a cui partecipano anche esponenti di altre autorità, delle associazioni di categoria e delle società di gestione.

È stata compiuta una ricognizione della situazione del settore, approfondendo le problematiche relative alle diversità di trattamento regolamentare delle varie forme di investimento, alla tassazione dei fondi comuni, al ruolo delle reti distributive e dei legami di gruppo, allo sviluppo della normativa comunitaria. L'individuazione delle possibili linee di intervento dovrebbe essere completata entro l'estate del corrente anno.

In materia di semplificazione amministrativa, nel giugno scorso sono stati adottati due provvedimenti che: facilitano l'accesso al mercato dei nuovi prodotti, ampliando i casi in cui i regolamenti dei fondi comuni di investimento e le loro modifiche si considerano approvati in via generale, senza necessità di un provvedimento specifico dell'organo di vigilanza; rimuovono segmentazioni operative, permettendo alle SGR che si dotino di sistemi organizzativi idonei alla gestione di fondi di diversa natura di istituire e gestire fondi sia speculativi sia ordinari; semplificano la procedura relativa all'offerta in Italia di organismi di investimento collettivo armonizzati (OICVM) esteri, secondo le linee guida definite dal CESR, riducendo, tra l'altro, da due mesi a 30 giorni, il termine entro il quale le autorità di vigilanza possono vietare l'offerta. Nel mese di febbraio 2008 sono stati adottati ulteriori snellimenti, fra i quali l'abolizione della comunicazione preventiva delle operazioni di fusione tra fondi qualora i medesimi siano approvati in via generale.

Nel maggio di quest'anno è stato diffuso un documento di consultazione relativo a uno schema di provvedimento di recepimento della direttiva CE 19 marzo 2007, n. 16, in materia di investimenti ammissibili per gli OICVM. Le modifiche proposte, oltre a recepire le innovazioni della direttiva volte a consentire ai fondi armonizzati di investire in derivati di credito e in quote di fondi chiusi, ampliano l'autonomia operativa dei gestori riconoscendo loro la possibilità di calcolare i limiti di esposizione in derivati attraverso l'utilizzo di modelli interni approvati dalla Banca d'Italia.

L'attività di controllo

Il processo di controllo prudenziale. – La Banca d'Italia è impegnata nell'affermare un modello di controllo degli intermediari in armonia con i principi della nuova normativa prudenziale (Basilea II) e rispondente ai cambiamenti in atto nel sistema vigilato sotto il profilo della struttura, dei modelli operativi e dei rischi.

È in via di completamento la definizione delle metodologie e dei criteri per la conduzione del processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) previsto dal secondo pilastro di Basilea II. Attraverso tale processo la funzione responsabile dei controlli nel continuo sui soggetti vigilati formulerà annualmente una valutazione sulla situazione attuale e prospettica di ciascun intermediario e intraprenderà le conseguenti iniziative di vigilanza. Molte delle attività ricomprese nello SREP sono già svolte dalla Vigilanza; in tale ambito, si inserisce la consueta azione di controllo periodico dei profili tecnici dei soggetti vigilati e di intervento su eventuali aspetti di debolezza o criticità delle situazioni aziendali.

Nel quadro di una complessiva sistematizzazione, le principali innovazioni riguardano l'adeguamento delle metodologie attualmente utilizzate per la valutazione dei profili tecnici aziendali e le modalità di svolgimento dei controlli e degli interventi di vigilanza, che tendono ad aumentare il grado di trasparenza nell'interlocazione con gli intermediari.

L'attività di supervisione si svolgerà in via ordinaria attraverso il confronto dialettico con gli intermediari da parte delle funzioni della Vigilanza preposte ai controlli nel continuo e a quelli ispettivi, tra loro coordinate. La piena conoscenza di strategie, operatività e rischi dei soggetti vigilati, postulato irrinunciabile di una vigilanza

risk-based, richiederà modalità di interazione aventi frequenza e intensità correlate al grado di complessità e problematicità degli intermediari. Il confronto si realizzerà attraverso verifiche a distanza basate su richieste informative, anche in forma di indagini tematiche, e convocazioni di esponenti aziendali.

Il nuovo modello di controllo prudenziale dà piena attuazione al principio di proporzionalità, concentrando i controlli sugli operatori di rilievo sistemico e su quelli problematici. Negli schemi di analisi e valutazione degli intermediari con significativa presenza all'estero o a rilevanza sistemica nazionale assumeranno valenza specifica le esigenze di cooperazione internazionale, i profili di vigilanza macroprudenziale, il maggior grado di articolazione del confronto con gli esponenti aziendali e un più frequente ricorso a ispezioni mirate su specifici profili di rischio. I risultati del processo di revisione e valutazione prudenziale relativo ai diversi intermediari costituiranno la base per la successiva azione di vigilanza, che potrà avvalersi di una più ampia gamma di strumenti di intervento in relazione al grado di problematicità degli operatori.

In connessione con l'evoluzione dell'attività di controllo, è divenuto più sistematico il ricorso a indagini tematiche, volte ad approfondire aspetti rilevanti ai fini della tutela della stabilità del sistema e orientate – attraverso l'autovalutazione degli intermediari – ad accrescere la consapevolezza dei responsabili aziendali su specifici profili di rischio.

Gli accertamenti ispettivi svolgeranno un ruolo cruciale in tale processo. Essi verificheranno l'attendibilità delle informazioni e la solidità dei presidi presenti nei processi aziendali e saranno sempre più focalizzati su problematiche specifiche e tesi a valutare il grado di attuazione degli interventi correttivi richiesti dalla Vigilanza; saranno inoltre rivolti a verificare in modo più esteso la correttezza dei comportamenti con riferimento al rispetto della normativa di quei settori che espongono maggiormente gli intermediari a rischi di reputazione e operativi (antiriciclaggio, usura, trasparenza).

Nell'ambito del più ampio confronto conoscitivo con gli intermediari si inserisce anche l'interlocuzione con quelli interessati da recenti operazioni di aggregazione riguardo al miglioramento di strutture, sistemi informatici, culture, al fine di accelerare il conseguimento dei risultati attesi dalle concentrazioni, in termini di obiettivi economici e di creazione di valore, in presenza delle nuove e più difficili condizioni determinatesi nei mercati finanziari e nelle principali economie.

È in fase di sviluppo anche l'interlocuzione con gli operatori sulle attività intraprese ai fini dell'autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP) richiesta dal secondo pilastro di Basilea II; la trasmissione dei primi resoconti dovrà avvenire entro i mesi di settembre e ottobre del 2008, rispettivamente su base individuale e consolidata.

Nel caso dei gruppi cross-border, è necessario condividere l'impostazione del riesame dell'ICAAP, delle modalità di svolgimento delle analisi, delle metodologie e degli esiti delle valutazioni con le altre Autorità responsabili della supervisione sulle diverse componenti del gruppo. In qualità di home supervisor per i gruppi UniCredit e Intesa Sanpaolo, la Banca d'Italia è impegnata nell'indirizzare l'attività dei collegi di vigilanza dei due intermediari – inizialmente orientati soprattutto alla convalida dei sistemi interni di calcolo dei requisiti patrimoniali – anche verso le attività di secondo pilastro.

La Banca d'Italia partecipa inoltre, in qualità di autorità host, ai collegi di vigilanza organizzati dalle Autorità responsabili della vigilanza consolidata su gruppi esteri con importanti filiazioni in Italia. Nella fase attuale i lavori dei collegi riguardano prevalentemente i processi di convalida dei modelli avanzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito e operativi.

Con riferimento agli intermediari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB, l'azione della Vigilanza è tesa ad accompagnare il sistema verso la corretta applicazione del nuovo regime prudenziale "equivalente" a quello delle banche, notevolmente più strutturato rispetto al precedente e caratterizzato, tra l'altro, dall'introduzione per la prima volta di requisiti patrimoniali minimi a fronte delle diverse tipologie di rischio assunte. Nell'attuale fase di prima applicazione della nuova regolamentazione formano oggetto di particolare attenzione: la gestione dei disallineamenti tra le dotazioni patrimoniali di taluni intermediari e i requisiti patrimoniali minimi; la verifica dell'applicazione da parte di alcune categorie di intermediari (società di factoring e società specializzate nell'erogazione di finanziamenti dietro cessione del quinto dello stipendio) delle disposizioni dettate dalle nuove norme in relazione alle specificità operative che caratterizzano i relativi comparti.

L'adeguamento ai requisiti di primo pilastro. – Si intensificano le attività di vigilanza relative all'applicazione da parte delle banche delle nuove regole di calcolo dei requisiti patrimoniali minimi a fronte dei rischi di credito, operativi, di mercato e di controparte.

I gruppi creditizi di maggiori dimensioni, impegnati nello sviluppo di metodi avanzati di calcolo dei requisiti di capitale, sono oggetto di una complessa attività di convalida dei sistemi interni di misurazione dei rischi da parte della Vigilanza anche prima dell'inoltro della richiesta formale di riconoscimento.

Nella fase di preconvalida, anche ai fini di un efficiente utilizzo delle risorse aziendali e della Vigilanza, assumono una particolare importanza i risultati delle attività di autodiagnosi condotte dall'intermediario, attraverso i processi di validazione interna e di internal auditing, riguardo all'affidabilità dei sistemi di misurazione e dei connessi processi di controllo nonché al rispetto delle scadenze previste per la rimozione di eventuali carenze. Tali fasi del processo sono oggetto di ripetuti incontri con gli esponenti aziendali e di visite in loco.

Nello scorso mese di marzo è stata rilasciata, nei confronti del gruppo UniCredit, la prima autorizzazione a utilizzare i metodi interni per la determinazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito e operativo. Procedimenti formali di riconoscimento di tali sistemi sono in corso nei confronti di altri due gruppi bancari.

Le autorizzazioni rilasciate al gruppo UniCredit costituiscono l'esito di un articolato processo di convalida, avviato nel 2005, basato sul confronto continuo con l'intermediario e su un'intensa cooperazione con le Autorità di vigilanza estere competenti, che ha consentito di pervenire a una decisione congiunta sulle istanze avanzate dal gruppo italiano e che proseguirà anche nella successiva fase di controllo dei sistemi riconosciuti.

Per le banche che utilizzano i metodi semplificati per la quantificazione dei requisiti patrimoniali, il confronto con la Vigilanza riguarda, tra l'altro, gli effetti organizzativi e procedurali delle nuove modalità di calcolo, soprattutto in relazione alla maggiore segmentazione dei portafogli creditizi e alle nuove previsioni in materia di tecniche di mitigazione del rischio di credito.

L'operatività in derivati nei confronti della clientela ordinaria. – Negli ultimi anni il sensibile sviluppo dell'operatività in derivati delle banche italiane, coerente con gli andamenti rilevati a livello internazionale, è stato caratterizzato dall'incremento della quota di contratti negoziati con privati e imprese e da un costante aumento del grado di complessità degli strumenti, che richiede più elevate professionalità per il corretto

pricing dei prodotti e maggiore attenzione nel verificare la comprensione del contenuto dei contratti, soprattutto da parte della clientela non professionale. Per le banche assume altresì rilievo l'adeguata gestione dei rischi – di controparte, legali e reputazionali – che possono scaturire dall'utilizzo dei derivati e che sono potenzialmente in grado di compromettere la stabilità e il legame fiduciario con la clientela.

A orientare l'azione di vigilanza sull'operatività in derivati delle banche concorrono i risultati di un recente esercizio di autovalutazione, richiesto dalla Banca d'Italia con riferimento al grado di idoneità degli assetti organizzativi, dei processi operativi e del sistema di controllo e misurazione dei rischi relativi ai prodotti in questione, specie riguardo a strumenti particolarmente complessi e rischiosi negoziati con la clientela. Gli operatori hanno individuato talune esigenze di intervento su cui si incentrerà la prosecuzione del confronto con la Vigilanza.

I risultati dell'autodiagnosi, corroborati anche dalle ispezioni condotte presso alcuni intermediari, hanno messo in luce le seguenti esigenze di intervento: a) la rapida integrazione dei sistemi di risk management, soprattutto nei gruppi interessati da recenti operazioni societarie; b) il rafforzamento dei sistemi di misurazione e controllo del rischio di controparte, in particolare riguardo alle procedure di istruttoria creditizia e alla gestione dei rischi con soggetti pubblici; c) il miglioramento delle professionalità e delle procedure impiegate per la valutazione al fair value dei prodotti strutturati. Un'ulteriore linea di azione è volta ad assicurare una costante corrispondenza tra l'offerta di servizi di investimento alle diverse tipologie di clientela – retail, corporate e del settore pubblico – e le rispettive esigenze finanziarie.

In relazione all'ampliamento dei margini di utilizzo degli strumenti derivati non di copertura, consentito dal regolamento del 14 aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio, è stata condotta una rilevazione presso le SGR che ricorrono maggiormente a tali strumenti nella gestione dei fondi comuni. In tale ambito sono state approfondite le tipologie di strumenti trattati, le strategie di utilizzo, la struttura dei limiti operativi di rischio, le procedure informatiche utilizzate dal front-office per assicurare il rispetto dei limiti agli investimenti, nonché il contenuto e la periodicità dell'informativa resa agli organi aziendali.

Le risposte fornite hanno mostrato un atteggiamento prudente da parte delle principali SGR, che tendono a fissare limiti di posizione, di leva finanziaria e di concentrazione delle esposizioni in derivati over-the-counter più stringenti di quelli previsti dalla normativa. Appare ancora limitato il ricorso a strumenti in grado di effettuare analisi *ex ante* delle variazioni del profilo di rischio conseguenti all'investimento in strumenti derivati, mentre progressi ulteriori sono attesi con riferimento alle metodologie di calcolo degli indicatori di rischio e alle attività di validazione dei risultati ottenuti dai modelli statistici adottati.

I controlli sugli assetti organizzativi. – L'attività di controllo sugli intermediari assegna un ruolo centrale ai sistemi di governo societario e di controllo interno (cfr. il paragrafo: *La normativa nazionale*). In tale ambito, l'interlocuzione con gli intermediari è finalizzata, tra l'altro, a valutare congiuntamente con gli operatori interessati le prime esperienze di funzionamento del nuovo modello dualistico di amministrazione e controllo. Tenuto anche conto della rilevanza sistemica di alcuni operatori della categoria, particolare attenzione è riservata alle specificità della governance delle banche popolari, specie riguardo agli aspetti della dialettica sociale e della rappresentatività degli organi societari. Nelle valutazioni di vigilanza riveste rilievo crescente la coerenza dei meccanismi di remunerazione e di incentivazione degli amministratori e del management dei soggetti vigilati con le politiche di prudente gestione del rischio e con le strategie di lungo periodo degli intermediari.

Nel comparto degli intermediari mobiliari (SIM e SGR), esposti principalmente a rischi di natura operativa, l'importanza di adeguati sistemi di governo societario e di controllo interno assume un rilievo peculiare. Nei loro confronti è in atto la verifica delle modalità di adeguamento ai nuovi requisiti organizzativi stabiliti dal regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob dell'ottobre 2007, attesa la rilevanza degli elementi di novità in esso contenuti.

Con riferimento alle SGR attive nel comparto immobiliare, la Vigilanza è impegnata a promuovere assetti organizzativi e di governance che garantiscano un consapevole svolgimento dell'attività di gestione a tutela del corretto funzionamento del mercato, caratterizzato da una crescita accelerata.

L'analisi degli esposti da parte dell'utenza. – Nel corso del 2007, in relazione alla crescita del numero e della complessità degli esposti di utenti bancari e finanziari indirizzati alla Banca d'Italia, sono state adottate nuove linee di gestione degli stessi. L'Istituto fornisce ora una risposta personalizzata all'esponente, indicando, ove possibile, riferimenti di carattere normativo o tecnico per una più agevole comprensione. L'intermediario viene invitato a fornire un'adeguata e sollecita risposta al proprio cliente, dandone puntuale informativa alla Vigilanza. Dall'analisi delle risposte, la Banca verifica la sussistenza di aspetti di rilievo per i profili di competenza, individuando le aree di criticità nei rapporti con la clientela ed eventuali disfunzioni operative degli intermediari, e attivando, se necessario, interventi di vigilanza.

I rapporti con organismi istituzionali e altre Autorità di vigilanza. – Prosegue, in un contesto di accresciuto scambio informativo, il coinvolgimento della Banca d'Italia in procedure di collaborazione e coordinamento con altre Autorità di vigilanza e organismi istituzionali.

Nel corso del 2007 la Banca d'Italia e la Guardia di finanza hanno sottoscritto un protocollo d'intesa diretto a stabilire criteri e modalità di collaborazione; nell'accordo viene tra l'altro previsto che la Banca d'Italia possa avvalersi della Guardia di finanza al fine di acquisire dati, notizie e altre informazioni utili per la vigilanza nonché per svolgere accertamenti ispettivi.

L'accordo di coordinamento tra la Banca d'Italia, la Consob e l'Isvap in materia di applicazione dei principi contabili internazionali, stipulato nel dicembre del 2007, è finalizzato a promuovere un approccio condiviso tra gli Organismi di controllo sulle questioni applicative poste dagli IAS/IFRS connesse, tra l'altro, con il carattere *principle-based* delle nuove regole contabili.

Nel marzo del 2008 è stato firmato tra Ministero dell'Economia e delle finanze, Banca d'Italia, Consob e Isvap, il "Protocollo di intesa per la cooperazione in materia di stabilità finanziaria" che istituisce il Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria. Con tale protocollo le parti disciplinano, su base volontaria e nel rispetto delle rispettive competenze, la cooperazione e lo scambio di informazioni e valutazioni per la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario, la prevenzione e la gestione delle crisi finanziarie con potenziali effetti di natura sistemica, incluse quelle con ripercussioni rilevanti in altri paesi.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

23. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Il bilancio della Banca d'Italia è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Gli schemi ufficiali sono redatti in unità di euro, le tavole di nota integrativa in migliaia di euro.

Nel mese di febbraio i dati di situazione patrimoniale dell'Istituto sono inviati alla Banca centrale europea (BCE) perché effettui il consolidamento dei conti delle banche centrali dell'Eurosistema.

Il progetto di bilancio è trasmesso al Ministro dell'Economia e delle finanze.

La relazione sulla gestione fornisce informazioni sugli eventi dell'esercizio che hanno impatto sul bilancio e che influenzano la gestione dell'Istituto. Gli altri strumenti che la Banca utilizza per dar conto della propria azione sono, oltre alla *Relazione annuale*, la *Relazione al Parlamento e al Governo*, il *Bollettino di Vigilanza*, i resoconti delle audizioni, periodiche od occasionali, rese in Parlamento dai suoi massimi esponenti.

RELAZIONE SULLA GESTIONE

L'esercizio 2007 si è chiuso con un utile netto pari a 95 milioni di euro (134 milioni nel 2006). In particolare, sul risultato hanno inciso positivamente:

- l'andamento del margine di interesse che ha confermato il trend crescente della redditività ordinaria dell'Istituto (+652 milioni) già evidenziato negli ultimi anni;
- la flessione dei costi operativi e delle altre spese (-81 milioni).

Hanno, invece, avuto un effetto negativo due circostanze:

- le rilevanti svalutazioni da cambio delle riserve valutarie (passate da 287 a 1.910 milioni) dovute al deprezzamento nei confronti dell'euro di tutte le principali valute estere;
- la riduzione delle attività per imposte differite (-1.385 milioni) determinata principalmente dalla revisione delle aliquote fiscali disposta dalla legge 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria per il 2008).

Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04. L'ammontare delle imposte 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. Pertanto, l'abbassamento dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle società (Ires) dal 33 al 27,5 per cento ha comportato la riduzione per 1.255 milioni delle imposte differite iscritte nei precedenti esercizi.

Il fondo rischi generali è stato utilizzato per 1.284 milioni. Nei precedenti due esercizi il fondo era stato alimentato per circa 1,1 miliardi, nell'ambito di un'azione di reintegro dopo che nel triennio 2002-04 il complesso dei fondi rischi della Banca era stato utilizzato per circa 4 miliardi per la copertura di minusvalenze.

Il fondo rischi generali, unitamente agli altri accantonamenti e alle riserve di natura patrimoniale, concorre all'insieme dei presidi posti a fronte dei diversi rischi cui la Banca è esposta in relazione alle proprie specifiche funzioni istituzionali.

L'assetto istituzionale

La governance della Banca d'Italia è affidata, secondo competenze e modalità di esercizio contemplate dallo Statuto, ai seguenti organi centrali: l'Assemblea dei partecipanti, il Consiglio superiore, il Direttorio, il Collegio sindacale, il Governatore, il Direttore generale e i tre Vice direttori generali.

I provvedimenti di natura istituzionale aventi rilevanza esterna sono assunti dal Direttorio, costituito dal Governatore, dal Direttore generale e da tre Vice direttori generali, sulla base del principio di collegialità. La Banca d'Italia ha adottato un Codice etico per i membri del Direttorio in linea con i codici di condotta osservati nell'Eurosistema.

Al Consiglio superiore, composto dal Governatore e da tredici Consiglieri nominati nelle assemblee dei partecipanti presso le Sedi della Banca, spettano l'amministrazione generale nonché la vigilanza sull'andamento della gestione e il controllo interno della Banca. Il Consiglio superiore esamina e approva, su proposta del Direttorio, il progetto di bilancio e ne delibera la presentazione al Collegio sindacale e all'Assemblea dei partecipanti per la definitiva approvazione.

Al Collegio sindacale spettano il controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale nonché il controllo contabile; il bilancio di esercizio viene verificato da una società di revisione esterna indipendente che ne attesta la conformità alle norme contabili per le finalità dell'art. 27 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC).

Per informazioni sulle funzioni della Banca e maggiori dettagli sulla governance è possibile consultare il sito internet dell'Istituto (<http://bancaditalia.it>); vi sono anche disponibili informazioni sull'organizzazione nonché l'organigramma e l'articolazione territoriale dell'Istituto.

La pianificazione strategica e operativa

Il progetto di revisione degli assetti organizzativi, che vede coinvolta l'Amministrazione centrale, la rete periferica e la presenza all'estero è entrato nella fase di graduale realizzazione.

La definizione del modello di rete territoriale muove dall'attuale articolazione provinciale verso una configurazione su base regionale. Esso comprende Filiali site in capoluoghi regionali che svolgeranno l'intera gamma dei compiti assegnati alla rete (analisi economica e rilevazioni statistiche, vigilanza bancaria e finanziaria, servizi di cassa e di tesoreria, altri servizi all'utenza); Succursali ad ampia operatività, che cureranno tutti i compiti, a esclusione di quelli di analisi economica e rilevazione statistica; Unità specializzate nella vigilanza; Succursali specializzate nel trattamento del contante; Succursali specializzate nei servizi all'utenza. L'attuazione del progetto avrà luogo con gradualità, a partire da settembre 2008, e se ne prevede il completamento entro il 2010. È prevista la chiusura di 33 Filiali; inoltre, in 6 capoluoghi di provincia, in luogo della Filiale, resterà operativa, per lo svolgimento delle attività di vigilanza, una Unità dipendente dalla Direzione della Filiale regionale.

Per quanto riguarda l'Amministrazione centrale, sono stati realizzati i progetti di revisione degli assetti organizzativi delle funzioni di ricerca economica e di gestione immobiliare; è stato approvato dal Consiglio superiore un intervento di revisione organizzativa dell'Area Vigilanza creditizia e finanziaria, che verrà attuato a partire dal 1° agosto 2008.

La ristrutturazione concernente i Servizi dell'Area Vigilanza creditizia e finanziaria è resa necessaria dai profondi cambiamenti intervenuti nei mercati, nel quadro istituzionale e regolamentare, negli approcci operativi seguiti nell'attività di supervisione. La riforma ha l'obiettivo di migliorare la capacità di presidiare l'evoluzione dei mercati e l'emergere di nuovi rischi; approfondire lo studio dell'impatto della regolamentazione; assicurare forme più efficaci di tutela del risparmio, in relazione anche alla crescente complessità dei prodotti finanziari; potenziare l'efficacia dei controlli, riducendo al contempo gli oneri a carico degli operatori. Il progetto passa anche attraverso una riconsiderazione

della ripartizione dei compiti e delle responsabilità dell'Amministrazione centrale e delle Filiali; pertanto, il programma di formazione del personale per il 2008 in materia di vigilanza è stato arricchito allo scopo di integrare la cultura e le prassi di supervisione delle strutture del centro e delle Filiali.

È stata stipulata con il Ministero per gli Affari esteri una convenzione che regola l'inserimento di dipendenti della Banca presso le rappresentanze diplomatiche e gli uffici consolari. L'iniziativa si iscrive nell'ampio programma di revisione della presenza della Banca all'estero, che prevede, per il 2008, anche la chiusura delle Delegazioni di Bruxelles, Francoforte e Parigi.

Nel mese di dicembre la Banca ha promosso la costituzione della fondazione per la ricerca economica Istituto Einaudi per l'economia e la finanza - Einaudi Institute for Economics and Finance (EIEF), conferendo il patrimonio iniziale. L'EIEF persegue le finalità di promuovere e sviluppare la ricerca scientifica e l'alta formazione in campo economico e finanziario.

Per gli anni 2008 e 2009 è stata sospesa la procedura per l'elaborazione del Piano d'Istituto, in considerazione della coincidenza temporale con l'attuazione del progetto di riforma organizzativa della Banca. Le procedure di programmazione settoriale (personale, informatica e logistica) vengono regolarmente condotte adeguandole agli indirizzi evolutivi derivanti dal progetto.

Nell'ambito delle procedure di programmazione e controllo della spesa, che concorrono ad assicurare il rispetto dei principi di economicità, funzionalità e trasparenza nella gestione delle risorse, il sistema di contabilità analitica dell'Istituto è disegnato conformemente alle regole armonizzate dell'Eurosistema (*Common Eurosystem-wide Cost Methodology*), concordate tra le banche centrali con l'obiettivo di rendere comparabili i loro costi favorendo valutazioni di efficienza relativa e contribuendo alla definizione delle tariffe per i servizi offerti.

Sull'ammontare delle spese per beni e servizi hanno inciso in misura rilevante, anche nell'esercizio 2007, le tecnologie informatiche utilizzate per l'erogazione di servizi alla collettività e agli intermediari, le decisioni assunte in ambito europeo sulla quota di produzione delle banconote affidata al nostro Istituto e le misure di sicurezza legate alla gestione della circolazione.

Il bilancio annuale di previsione degli impegni di spesa (budget) approvato dal Consiglio superiore per l'esercizio 2008 evidenzia una leggera flessione rispetto al precedente esercizio. Le previsioni di spesa mostrano: la prosecuzione della tendenza alla diminuzione dell'organico della Banca (al netto dell'effetto relativo alla confluenza dell'Ufficio italiano dei cambi); il rinnovamento delle procedure informatiche e il potenziamento dei sistemi e delle piattaforme elaborative; le iniziative di adeguamento degli edifici dell'Amministrazione centrale e delle Filiali a supporto dell'azione di ristrutturazione organizzativa; la sostanziale stabilità dei livelli di produzione delle banconote, definiti sulla base delle quote assegnate dalla BCE.

Le risorse umane, informatiche e logistiche

Al 31 dicembre 2007 il numero dei dipendenti era pari a 7.400 unità, di cui 3.891 addetti all'Amministrazione centrale, 3.509 alle Filiali; 160 dipendenti risultavano distaccati presso Autorità, Enti o Istituzioni nazionali ed estere. Le compagini dei dirigenti e dei funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,1 e il 17,7 per cento

del personale dell'Istituto; l'età media del personale è risultata di 48 anni; la presenza femminile si è attestata a circa un terzo dei dipendenti.

Tavola 23.1

Composizione del personale										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2006					Consistenze al 31.12.2007				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione Centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione Centrale (1)
Dirigenti	489	112	601	202	399	485	117	602	197	405
Funzionari	909	400	1.309	435	874	900	413	1.313	429	884
Coadiutori	755	453	1.208	625	583	747	449	1.196	590	606
Altro personale	3.055	1.375	4.430	2.405	2.025	2.918	1.371	4.289	2.293	1.996
Totale	5.208	2.340	7.548	3.667	3.881	5.050	2.350	7.400	3.509	3.891

(1) Il dato include il personale addetto alle Delegazioni e quello distaccato presso organismi esterni.

Nel 2007 la compagine del personale si è ridotta di 148 unità; a fronte di 339 cessazioni, concentrate prevalentemente tra il personale operativo, si sono realizzati 191 ingressi dall'esterno, finalizzati sia a soddisfare esigenze di professionalità a elevato contenuto specialistico, sia a proseguire nel ricambio generazionale. Nell'ultimo decennio il numero dei dipendenti è diminuito complessivamente di 1.549 unità.

Il personale della Banca ha partecipato a numerosi gruppi di lavoro costituiti in ambito europeo e internazionale per l'analisi di problematiche di comune interesse e lo studio delle relative soluzioni organizzative e operative.

Nell'ambito degli interventi volti a promuovere lo sviluppo professionale del personale, anche nel 2007 sono stati realizzati programmi di formazione nel campo delle competenze tecnico-specialistiche, informatiche, linguistiche e manageriali. Le iniziative, che si avvalgono in misura crescente di modalità di formazione a distanza, hanno riguardato 4.680 dipendenti con una media di circa 33 ore per partecipante.

La risorsa informatica riveste particolare rilievo per la Banca in relazione al ruolo istituzionale svolto come banca centrale, organo di vigilanza e nel sistema dei pagamenti.

Per quanto concerne l'ambito europeo, oltre al rinnovo di infrastrutture e applicazioni del SEBC, sono proseguite, in particolare, le attività per la realizzazione della nuova piattaforma TARGET2 (sistema di pagamenti in euro per il regolamento in tempo reale delle transazioni di importo elevato in moneta di banca centrale), inaugurata con successo nel novembre 2007 e sviluppata in collaborazione con la Banca centrale tedesca e la Banca centrale francese. Il 19 maggio scorso la nuova piattaforma è stata estesa alla piazza finanziaria italiana.

L'iniziativa ha carattere strategico e prevede soluzioni organizzative e tecnologiche innovative. La piattaforma TARGET2, che risponde alla domanda di servizi di pagamento armonizzati ed evoluti, consente alle banche presenti in più paesi europei di operare con un solo conto in moneta di banca centrale, comprimendo in tal modo i costi di gestione della tesoreria.

Tra le iniziative di sviluppo applicativo per l'attività istituzionale è stato realizzato un nuovo sistema a supporto delle attività connesse con la gestione delle riserve valutarie; sul versante aziendale sono proseguite le attività di revisione della procedura di spesa la cui conclusione è prevista nei prossimi esercizi. Nei servizi destinati all'utenza interna sono state completate le attività di acquisizione dei sistemi di autenticazione forte che consentono al personale di accedere dall'esterno ai sistemi informativi dell'Istituto anche avvalendosi di dotazioni standard.

Nel 2008 la funzione informatica sarà impegnata, oltre che nella gestione della piattaforma TARGET2, nel supporto alle iniziative delle funzioni aziendali competenti volte ad ampliare l'offerta di servizi. In quest'ambito rileva il contributo della Banca alla progettazione della nuova piattaforma TARGET2-Securities per il regolamento accentrato delle transazioni in titoli. Nell'anno verrà rilasciata una nuova infrastruttura di comunicazione con le Filiali, necessaria per l'erogazione sui posti di lavoro di nuovi servizi di formazione a distanza, di accesso a internet e di videocomunicazione; le modalità di accesso alla rete internet verranno rese più agevoli e funzionali, contestualmente alla loro estensione a tutti gli utenti dell'Istituto e all'aumento di protezione dei posti di lavoro. Verranno sviluppate soluzioni informatiche che favoriscano la cooperazione e il monitoraggio dell'attività di vigilanza svolta dall'Amministrazione centrale e dalle Filiali.

Il valore di bilancio del patrimonio immobiliare dell'Istituto ammontava, alla fine del 2007, a 3.516 milioni di euro: 3.033 milioni si riferivano agli immobili a fini istituzionali e 483 milioni a quelli detenuti a investimento degli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale. Alla fine dell'anno il valore stimato era di 5.462 milioni di euro: 3.925 milioni per gli immobili a fini istituzionali e 1.537 milioni per quelli a garanzia del TQP.

Nel corso del 2007 le principali iniziative hanno riguardato la prosecuzione del riassetto logistico dell'area romana; l'adeguamento alla normativa di settore di impianti e strutture; il potenziamento delle dotazioni impiantistiche presso il complesso di Fabbricazione carte valori e alcune Filiali; il risanamento conservativo, il consolidamento e il recupero funzionale di alcuni edifici istituzionali e a reddito.

I principali interventi immobiliari previsti per il 2008 sono connessi con l'attuazione della riforma organizzativa sia per la rete territoriale che per l'Amministrazione centrale.

Nell'ambito delle iniziative volte a potenziare le misure tecnico-organizzative per la gestione delle situazioni di emergenza, è stato predisposto il Piano di continuità operativa, che ha l'obiettivo di assicurare la continuità dei processi della Banca classificati come critici in scenari di rischio che determinino l'indisponibilità degli stabili, dei sistemi informativi, del personale o dell'energia elettrica.

La circolazione monetaria

È proseguita la partecipazione alle attività dell'Eurosistema di studio e di sperimentazione di nuove caratteristiche di sicurezza delle banconote nonché alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto delle contraffazioni.

Nel corso del 2007 la Banca d'Italia ha prodotto 1 miliardo di banconote, nei tagli da 20, 50 e 100 euro. Ha immesso in circolazione 2,2 miliardi di banconote, per un

valore di 84 miliardi di euro. Il flusso di rientro nelle casse dell'Istituto ha riguardato 2 miliardi di banconote, pari a 75,3 miliardi di euro, sottoposte in massima parte a procedura di selezione automatica presso le Filiali. La crescente diffusione delle banconote in euro (anche all'esterno dell'area comunitaria) e le aumentate esigenze di sostituzione dei biglietti logori hanno determinato una ripresa dei fabbisogni produttivi che, dopo aver trovato manifestazione nei quantitativi definiti per il 2007 e il 2008, potrebbe assumere carattere strutturale nel medio termine. Tali fattori, unitamente ai maggiori volumi di produzione che si vanno delineando in vista dell'introduzione della seconda serie dell'euro, richiedono l'individuazione di misure volte a incrementare la capacità produttiva dello stabilimento dell'Istituto.

Alla fine del 2007 l'ammontare delle banconote in circolazione era pari a 128,5 miliardi di euro (19 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con un aumento del 7,3 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2006 (119,7 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 112,2 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema nozionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,6 per cento).

Le riserve finanziarie

L'ordinamento assegna alla Banca la proprietà delle riserve ufficiali del Paese. Queste consentono 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'Eurosistema, il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono alla salvaguardia della credibilità del Sistema europeo delle banche centrali. La Banca gestisce altresì una parte delle riserve conferite alla Banca centrale europea, sulla base delle linee guida definite dal Consiglio direttivo.

L'Istituto ha avvocato, con effetto dal 3 dicembre 2007, la gestione della quota di riserve valutarie in precedenza attribuita all'UIC in qualità di ente strumentale della Banca (cfr. in questo paragrafo: *Eventi successivi alla chiusura del bilancio*).

Per assicurare l'efficace svolgimento dei compiti istituzionali, 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.

Al 31 dicembre 2007 il controvalore in euro delle riserve auree e di quelle valutarie era pari a 68,4 miliardi rispetto ai 62,7 dell'anno precedente. La crescita ha riflesso principalmente l'incremento del prezzo dell'oro (18 per cento), ed è stata solo in parte incisa dal deprezzamento di tutte le maggiori valute (dollaro, yen, sterlina inglese e franco svizzero) nei confronti dell'euro. Come negli anni precedenti, le riserve valutarie sono state investite prevalentemente in titoli di Stato, titoli di agenzie governative e della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), carta commerciale, certificati di deposito e depositi presso primarie banche internazionali. Per la gestione delle riserve si è fatto ricorso anche ai mercati internazionali dei futures. La composizione delle riserve, diverse da quelle rappresentate da oro e diritti speciali di prelievo (DSP), evidenziava alla fine del 2007, rispetto all'anno precedente, una sostanziale stabilità degli investimenti in dollari (61 per cento circa), una riduzione degli investimenti in sterline

(dal 26,5 per cento al 22,1 per cento) e in franchi svizzeri (dal 3,4 per cento all'1,0 per cento), e un incremento degli investimenti in yen (dall'8,7 per cento al 15,5 per cento). La composizione delle riserve valutarie è approvata dal Direttorio.

Tavola 23.2

Composizione delle riserve (1) (milioni di euro)		
	31.12.2007	31.12.2006
Dollari statunitensi	14.205	14.759
Sterline inglesi	5.126	6.363
Yen giapponesi	3.592	2.087
Franchi svizzeri	239	822
Altre valute	1	1
Oro	44.793	38.050
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	410	640
Totale	68.366	62.722

(1) Le riserve sono valutate ai cambi e ai prezzi di mercato. Non sono incluse le attività finanziarie (quote di OICR e ETF) denominate in divisa estera a fronte di riserve, accantonamenti e fondi, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata.

Il controllo del rischio di mercato si basa sulla definizione di portafogli di riferimento (benchmark) che riflettono le preferenze di medio-lungo periodo in termini di rischio-rendimento determinati sulla base di indicatori quali il *Value at risk* (VaR) e la durata finanziaria. I benchmark, unitamente ai margini di azione consentiti alle Unità che gestiscono le riserve, sono approvati dal Direttorio.

La Banca effettua una gestione attiva del rischio di tasso d'interesse sulle riserve valutarie per cui, allo scopo di realizzare un rendimento aggiuntivo rispetto ai benchmark strategici, i portafogli d'investimento possono discostarsi da questi ultimi, entro margini predefiniti. Il rischio di credito è controllato mediante un esame preventivo della solidità delle controparti ammesse; sono inoltre imposti limiti massimi per emittenti, controparti e strumenti finanziari. Nell'anno è stato svolto il consueto aggiornamento delle controparti autorizzate e dei limiti individuali per le operazioni di investimento. Sono stati monitorati giornalmente l'esposizione della Banca verso le controparti idonee, nonché i loro andamenti economico-finanziari nel corso dell'anno. È stata inoltre condotta una revisione dei limiti massimi per i principali comparti finanziari, al fine di accrescere il grado di liquidità delle riserve. I rischi di mercato e di credito e il grado di liquidità delle riserve valutarie sono monitorati in tempo reale mediante il calcolo giornaliero dei risultati di investimento e del valore a rischio.

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario, che comprende attività diverse da quelle riconducibili alla politica monetaria e alla gestione delle riserve valutarie, la cui *asset allocation* strategica rispecchia le combinazioni di rischio-rendimento definite in un'ottica di lungo periodo e sulla base di criteri prudenziali.

La gestione degli investimenti è soggetta al divieto di finanziamento monetario agli Stati membri o istituzioni pubbliche dell'area dell'euro; non vengono quindi acquistati titoli della specie in emissione. Sono inoltre utilizzati metodi operativi che non interferiscono sul processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Alla fine del 2007 il valore di bilancio del portafoglio era di 89,3 miliardi (86,7 miliardi nel 2006); l'incremento è stato concentrato nella componente relativa ai titoli di Stato. Il portafoglio era investito principalmente in strumenti obbligazionari (in particolare titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro) e azioni (in prevalenza quotate nell'area dell'euro); sono esclusi investimenti in azioni bancarie.

Tavola 23.3

Composizione del portafoglio finanziario (milioni di euro)		
	31.12.2007	31.12.2006
Titoli di Stato	80.528	78.391
Azioni e partecipazioni	7.726	7.783
Obbligazioni convertibili e warrant	25	47
Altre obbligazioni	385	337
Quote di OICR e ETF	603	100
Totale	89.267	86.658

Il portafoglio include anche gli investimenti detenuti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza per il personale assunto prima del 28 aprile 1993.

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 vengono effettuati rispettando i benchmark di riferimento. Al 31 dicembre 2007 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 99 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.

L'iscrizione dei titoli nel comparto immobilizzato o in quello da negoziazione è stabilita dal Consiglio superiore. La parte preponderante del portafoglio titoli (91 per cento) è iscritta nel comparto immobilizzato e quindi, conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema, è valutata al costo. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato, il valore del portafoglio sarebbe pari a 89,9 miliardi.

L'operatività nel 2007 si è connotata per la ricerca di una maggiore diversificazione geografica e per emittente del portafoglio. Nel corso dell'anno sono stati effettuati investimenti in nuove attività, quali *covered bonds* dell'area euro a elevato rating, nonché *exchange-traded funds* (ETF) denominati in dollari e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) denominate in yen, con copertura del rischio di cambio. Nel comparto azionario europeo è stato avviato il processo di ribilanciamento del portafoglio, volto a una graduale riduzione della componente italiana a favore di quella estera.

La gestione dei rischi finanziari prende a riferimento il portafoglio nel suo insieme, sia la componente immobilizzata sia quella di negoziazione.

L'esposizione al rischio di mercato, principale fattore di rischio a cui è esposto il portafoglio finanziario, è controllata sulla base di vari indicatori, tra i quali il VaR (sia di lungo che di breve periodo) e, per la componente obbligazionaria, la durata finanziaria per fasce annue di vita residua. Nel 2007 la rischiosità del portafoglio azionario ha beneficiato della maggiore diversificazione internazionale realizzata con l'attivazione di investimenti in quote di OICR e ETF, strumenti finanziari che, sintetizzando l'andamento di panieri molto ampi di azioni, presentano livelli di rischiosità nettamente più contenuti rispetto a quelli dei singoli emittenti. Inoltre, il portafoglio dei titoli a tasso fisso è stato caratterizzato da una duration più bassa rispetto a quella del precedente esercizio.

Le attività finanziarie detenute da una banca centrale, e in particolare le riserve valutarie, determinano una elevata esposizione ai rischi di mercato. Per tale motivo, i criteri contabili dell'Eurosistema sono improntati al principio della prudenza. In particolare, le plusvalenze da valutazione non confluiscono nel conto economico ma vanno ad alimentare specifici conti di rivalutazione; le minusvalenze che non trovano copertura nelle pregresse rivalutazioni sono invece imputate al conto economico.

Sintesi delle risultanze di bilancio

Si forniscono indicazioni sui principali fattori che hanno determinato i risultati dell'anno, articolate secondo lo schema riclassificato riportato nella tavola 23.4. Nello schema, la voce *Portafoglio finanziario* comprende, oltre alle grandezze indicate nella tavola 23.3, la partecipazione al capitale della BCE e il fondo dotazione dell'Ufficio italiano dei cambi.

L'utile lordo del 2007, prima delle imposte e della variazione del fondo rischi generali, è stato pari a 422 milioni (1.199 nel 2006). Il risultato è al netto del rendimento (528 milioni) degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria che, pur partecipando alla formazione della base imponibile fiscale, come previsto dallo Statuto della Banca non concorre alla formazione dell'utile in quanto assegnato direttamente alle riserve stesse.

La redditività ordinaria rappresentata da interessi e dividendi è cresciuta di 652 milioni (da 3.241 a 3.893 milioni) per effetto principalmente del miglioramento del margine di interesse (631 milioni) dovuto al rialzo dei tassi e all'aumento della consistenza media delle attività fruttifere.

Il risultato derivante dalla negoziazione e dalla valutazione delle posizioni finanziarie in euro e in valuta è stato negativo (-1.938 milioni rispetto ai -355 milioni del precedente esercizio). Sul dato dell'anno ha inciso, in particolare, il deprezzamento di tutte le principali valute nei confronti dell'euro, che ha comportato, come per altre banche centrali, svalutazioni da cambio, imputate al conto economico per 1.910 milioni (287 nel 2006).

Tra le altre componenti, i costi operativi e le altre spese, pari a 1.687 milioni, sono diminuiti di 81 milioni. La riduzione è attribuibile in gran parte alla flessione per 76 milioni delle spese per pensioni e indennità di fine rapporto a causa del minor numero di cessazioni dal servizio rilevato nel 2007; in flessione anche le spese di amministrazione (-2 milioni rispetto al 2006).

Tavola 23.4

Sintesi delle risultanze di bilancio - Schema riclassificato (1)					
(milioni di euro)					
VOCI	Aggregati patrimoniali	Conto economico			
		Interessi e dividendi	Risultati realizzati e svalutazioni	Altre componenti reddituali	Contributo al risultato d'esercizio
ESERCIZIO 2007					
Oro	44.793				
Posizione in valuta estera	23.572	1.123	-1.945		-822
Portafoglio finanziario	90.247	3.676	43		3.719
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	28.070	772			772
Crediti netti intra Eurosystema	26.777	693			693
Banconote in circolazione	-112.213				
Depositi per riserva obbligatoria	-35.071	-844			-844
Depositi della Pubblica amministrazione	-9.716	-1.027			-1.027
Conti di rivalutazione	-29.976				
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-30.187				
Altre rendite nette		-8		118	110
Costi operativi e altre spese				-1.687	-1.687
Sopravvenienze e insussistenze				36	36
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		-492	-36		-528
Formazione del RISULTATO LORDO		3.893	-1.938	-1.533	422
Utilizzo del fondo rischi generali				1.284	1.284
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				-1.610,5	-1.610,5
Formazione dell'UTILE NETTO		3.893	-1.938	-1.860	95
ESERCIZIO 2006					
Oro	38.050				
Posizione in valuta estera	24.672	1.041	-354		687
Portafoglio finanziario	87.643	3.000	131		3.131
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	20.957	536			536
Crediti netti intra Eurosystema	15.910	746			746
Banconote in circolazione	-105.519				
Depositi per riserva obbligatoria	-17.157	-504			-504
Depositi della Pubblica amministrazione	-22.945	-1.172			-1.172
Conti di rivalutazione	-23.446				
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-31.095				
Altre rendite nette		28		79	107
Costi operativi e altre spese				-1.768	-1.768
Sopravvenienze e insussistenze				2	2
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		-434	-132		-566
Formazione del RISULTATO LORDO		3.241	-355	-1.687	1.199
Accantonamento al fondo rischi generali				-396	-396
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				-669	-669
Formazione dell'UTILE NETTO		3.241	-355	-2.752	134

(1) I dati di bilancio sono di fine periodo. Lo schema è riclassificato come segue: la posizione in valuta include i titoli e le altre attività in valuta (voci 2, 3 dell'attivo), al netto delle passività (voci 6, 7, 8 del passivo). Il portafoglio finanziario include titoli obbligazionari, azioni e partecipazioni e altre attività finanziarie in euro e in valuta, allocati nelle voci 7, 8, 11.3 e 11.4 dell'attivo; comprende inoltre la partecipazione al capitale della BCE (voce 9.1) e il fondo di dotazione dell'UIC (voce 11.2). I crediti intra Eurosystema (voci 9.2 e 9.4 dell'attivo) sono esposti al netto del debito relativo alla correzione della circolazione (9.2 del passivo). Con riferimento agli aggregati patrimoniali che includono azioni e partecipazioni, la colonna "interessi e dividendi" accoglie anche i proventi relativi alle quote di OICR e agli ETF. Il risultato da tariffe e commissioni, la redistribuzione del reddito monetario e gli altri utilizzi dei fondi vengono inclusi nelle "altre rendite nette".

L'onere fiscale complessivo dell'anno è stato pari a 1.610 milioni (669 milioni nel 2006). L'ammontare ha riflesso per 225 milioni le imposte correnti e per 1.385 milioni un aggravio dell'onere per imposte differite dovuto principalmente all'abbassamento dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle società (Ires), dal 33 per cento al 27,5 per cento, previsto dalla legge 24 dicembre 2007, n. 244.

Dopo le imposte e l'utilizzo di 1.284 milioni del fondo rischi generali, deliberato dal Consiglio superiore, il conto economico presentava alla fine del 2007 un utile netto di 95 milioni (134 milioni nel precedente esercizio).

Lo stato patrimoniale si è chiuso con un totale di 244.376 milioni, superiore di 25.819 milioni a quello del 2006. Dal lato dell'attivo si è rilevato, in particolare, un aumento delle operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie e dei crediti intra Eurosystem; dal lato del passivo, l'incremento dei depositi per riserva obbligatoria e delle banconote in circolazione è stato in parte compensato dalla diminuzione delle disponibilità della Pubblica amministrazione.

I conti di rivalutazione, che accolgono le plusvalenze non realizzate su oro, titoli e valute, erano pari alla fine del 2007 a 29.976 milioni; di questi 25.373 milioni si riferivano all'oro, 4.373 alle rivalutazioni da prezzo sui titoli in euro e 230 alle rivalutazioni da prezzo sui titoli in valuta. L'incremento dell'anno (6.530 milioni) è da ascrivere all'apprezzamento dell'oro; i conti di rivalutazione da cambio riferiti alle attività nette in valuta esistenti alla fine del 2006 (447 milioni) sono stati invece quasi del tutto azzerati per effetto del già menzionato deprezzamento nei confronti dell'euro di pressoché tutte le valute.

Eventi successivi alla chiusura del bilancio

Il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 ha disposto, a far tempo dal 1° gennaio 2008, il trasferimento alla Banca d'Italia delle competenze e dei poteri dell'UIC, con le relative risorse strumentali, umane e finanziarie, e la contestuale soppressione dell'Ufficio stesso. Il decreto ha previsto, inoltre, l'istituzione presso la Banca dell'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF) per la prevenzione e contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo internazionale, con compiti da svolgere in piena autonomia e indipendenza.

Sotto il profilo attuativo, la riconduzione dei compiti dell'UIC dentro l'organizzazione della Banca è stata progettata e realizzata avendo riguardo all'obiettivo prioritario di favorire la piena integrazione tra le funzioni, le strutture, la normativa, le procedure di lavoro e le risorse dei due Enti. Le soluzioni adottate sono state ispirate al criterio dell'analogia con i compiti svolti dalle strutture della Banca e alla ricerca di possibili sinergie, secondo i generali obiettivi di razionalizzazione. I 450 dipendenti dell'Ufficio italiano dei cambi sono stati inseriti nell'organico della Banca d'Italia secondo la disciplina del rapporto di impiego prevista per il personale dell'Istituto.

Con l'inizio del 2008 è avvenuta la confluenza dell'Ufficio italiano dei cambi. Le attività istituzionali quali, in particolare, la prevenzione e il contrasto del riciclaggio dei proventi di reato, la gestione degli incassi e pagamenti in valuta e in euro per conto della Pubblica amministrazione, l'elaborazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti, sono proseguite senza soluzione di continuità in capo alla Banca d'Italia.

Il bilancio al 31 dicembre 2007 dell'UIC, ultimo dell'Ufficio, è approvato dagli organi della Banca. Gli effetti contabili della confluenza avranno impatto sul bilancio 2008 dell'Istituto che recepirà nei saldi di apertura la situazione patrimoniale dell'UIC della fine del 2007. Inoltre, per assolvere agli obblighi di rendicontazione contabile posti dall'appartenenza all'Eurosistema, il 3 gennaio 2008 la Banca ha trasmesso alla BCE la consueta segnalazione giornaliera della situazione dei conti, già aggiornata per tener conto della confluenza dell'UIC nell'Istituto. Le necessarie attività di integrazione dei sistemi contabili dei due Enti sono state svolte nel corso del 2007.

A partire dal 1° gennaio 2008 è stata rivista la metodologia di calcolo del reddito monetario attraverso la modifica della convenzione di calcolo del rendimento degli attivi (cfr. nel paragrafo: *Nota integrativa* il *Commento alle voci del Conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*); dalla stessa data, la quota di partecipazione della Banca d'Italia al capitale della BCE, considerando i soli paesi aderenti all'Eurosistema, è diminuita dal 18,0260 al 17,9776 per cento in seguito all'ingresso di Malta e Cipro nell'area dell'euro. Tale percentuale è utilizzata nei rapporti finanziari tra la Banca e le altre banche centrali dell'Eurosistema, come, ad esempio, nel caso della distribuzione dell'utile netto della BCE.

Nel mese di marzo del 2008 la Banca ha definito l'ottavo aggiornamento del Documento programmatico sulla sicurezza per il trattamento dei dati sensibili e giudiziari di cui al decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196 (Codice in materia di protezione dei dati personali).

Il 30 aprile 2008 i tassi di cambio del dollaro e della sterlina nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente, a 1,5540 e 0,7901 evidenziando un deprezzamento rispetto ai valori della fine del 2007 (1,4721 il cambio del dollaro e 0,7334 quello della sterlina); si è invece apprezzato lo yen il cui tasso di cambio nei confronti dell'euro è passato da 164,93 a 162,62.

**STATO PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2007**

STATO PATRIMONIALE		
ATTIVO	Importi in unità di euro	
	31.12.2007	31.12.2006
1 ORO E CREDITI IN ORO	44.793.359.278	38.049.713.505
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	19.276.461.391	19.482.921.483
2.1 crediti verso l'FMI	1.163.950.124	1.442.125.295
2.2 titoli (non azionari)	14.661.776.735	14.066.133.147
2.3 conti correnti e depositi	3.352.466.453	3.844.246.298
2.4 operazioni temporanee	95.177.954	127.073.842
2.5 altre attività	3.090.125	3.342.901
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	5.052.179.843	6.856.912.396
3.1 controparti finanziarie	5.052.179.843	6.856.912.396
3.1.1 titoli (non azionari)	425.939.892	2.279.590.337
3.1.2 operazioni temporanee	93.846.118	—
3.1.3 altre attività	4.532.393.833	4.577.322.059
3.2 pubbliche Amministrazioni	—	—
3.3 altre controparti	—	—
4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	1.000.000	—
4.1 crediti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	1.000.000	—
4.2 titoli (non azionari)	—	—
4.3 altri crediti	—	—
5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	28.070.383.588	20.956.791.709
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	22.222.181.834	20.568.371.845
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	5.848.201.754	388.360.223
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	—	—
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	—	—
5.6 crediti connessi a richieste di margini	—	59.641
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	10.244.660	10.256.392
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (non azionari)	—	1.977.265.298
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	18.098.403.732	18.251.848.454
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	43.743.527.387	30.845.236.993
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792.464	726.278.371
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.924.641	7.262.783.715
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	—	—
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	35.803.810.282	22.856.174.907
10 PARTITE DA REGOLARE	788.583	7.715.584
11 ALTRE ATTIVITÀ	85.330.077.149	82.117.970.342
11.1 cassa	28.161.819	29.749.139
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228.450	258.228.450
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.334.146.779	32.763.192.064
11.4 altre attività finanziarie	38.868.175.415	33.699.788.659
11.5 immobilizzazioni immateriali	27.613.610	30.969.284
11.6 immobilizzazioni materiali	3.677.274.966	3.856.918.157
11.7 ratei e risconti	1.374.387.959	1.199.375.024
11.8 imposte differite attive	6.310.856.695	7.696.395.078
11.9 diverse	2.451.231.456	2.583.354.487
TOTALE	244.376.425.611	218.556.632.156
CONTI D'ORDINE	324.200.245.943	277.230.077.095

IL RAGIONIERE GENERALE: ANNA MARIA TARANTOLA

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2008.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	Importi in unità di euro	
	31.12.2007	31.12.2006
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	112.213.480.080	105.519.190.400
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	42.622.806.292	17.158.916.950
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	35.071.182.091	17.156.764.192
2.2 depositi <i>overnight</i>	1.624.201	2.152.758
2.3 depositi a tempo determinato	7.550.000.000	—
2.4 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—
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	9.881.376.565	22.963.778.039
4.1 pubblica Amministrazione	9.715.516.047	22.944.941.571
4.1.1 <i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	9.672.252.995	22.294.785.953
4.1.2 <i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>	19.042.752	552.944.403
4.1.3 <i>altre passività</i>	24.220.300	97.211.215
4.2 altre controparti	165.860.518	18.836.468
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	88.074.509	88.448.209
5.1 debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	63.555.345	56.943.430
5.2 altre passività	24.519.164	31.504.779
6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	6.911	—
6.1 controparti finanziarie	6.911	—
6.2 pubbliche Amministrazioni	—	—
6.3 altre controparti	—	—
7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	1.827.308	866.140.753
7.1 depositi e conti correnti	1.827.308	10.207.047
7.2 altre passività	—	855.933.706
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI	754.377.600	801.859.840
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	16.244.516.710	14.208.918.325
9.1 passività per <i>promissory-notes</i> a fronte dell'emissione di certificati di debito della BCE	—	—
9.2 passività nette derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	16.244.516.710	14.208.918.325
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	—	—
10 PARTITE DA REGOLARE	25.944.024	28.549.723
11 ALTRE PASSIVITÀ	2.285.730.067	2.246.189.431
11.1 vaglia cambiari	756.236.790	712.604.755
11.2 ratei e risconti	85.280.730	70.650.030
11.3 diverse	1.444.212.547	1.462.934.646
12 ACCANTONAMENTI	6.239.998.691	6.392.202.181
12.1 fondi rischi specifici	543.255.280	722.303.819
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.696.743.411	5.669.898.362
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	29.975.834.755	23.446.340.100
14 FONDO RISCHI GENERALI	6.647.281.997	7.931.281.997
15 CAPITALE E RISERVE	17.300.013.298	16.771.058.495
15.1 capitale sociale	156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	11.757.789.279	11.229.489.963
15.3 altre riserve	5.542.068.019	5.541.412.532
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	95.156.804	133.757.713
TOTALE	244.376.425.611	218.556.632.156
CONTI D'ORDINE	324.200.245.943	277.230.077.095

IL RAGIONIERE GENERALE: ANNA MARIA TARANTOLA

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2008.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

CONTO ECONOMICO			
VOCI	Importi in unità di euro		
	2007	2006	
1.1 Interessi attivi	5.555.123.458	4.532.871.215	
1.2 Interessi passivi	-2.482.653.362	-1.964.597.977	
1 Interessi attivi netti	3.072.470.096	2.568.273.238	
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	-33.769.902	-22.829.793	
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-1.910.093.729	-338.088.738	
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	1.284.000.000	-396.000.000	
2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi	-659.863.631	-756.918.531	
3.1 Tariffe e commissioni attive	23.922.732	26.000.806	
3.2 Tariffe e commissioni passive	-20.092.696	-21.746.321	
3 Risultato netto da tariffe e commissioni	3.830.036	4.254.485	
4 Rendite da partecipazioni	12.724.565	1.159.158	
5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	48.482.765	15.429.612	
6.1 Interessi attivi	991.121.023	807.169.960	
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni	305.435.758	297.743.456	
6.3 Utili, perdite e svalutazioni	42.394.186	137.763.645	
6.4 Altre componenti	2.270.850	2.063	
6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	1.341.221.817	1.242.679.124	
7 Altri utilizzi dei fondi	3.945.005	6.289.483	
8 Altre rendite	61.744.483	52.436.053	
TOTALE RENDITE NETTE	3.884.555.136	3.133.602.622	
9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (1)	-528.262.230	-565.539.832	
10.1 Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (2)	-629.873.328	-633.760.260	
10.2 Altre spese relative al personale	-40.495.991	-44.798.525	
10.3 Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-97.496.268	-101.855.098	
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-292.440.524	-367.992.108	
10.5 Compensi per organi collegiali centrali e periferici	-2.889.078	-1.826.233	
10.6 Spese di amministrazione	-400.569.206	-402.894.351	
10.7 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-195.756.041	-194.270.409	
10.8 Costi per servizi di produzione di banconote	—	—	
10.9 Altre spese	-27.423.359	-20.198.814	
10 Spese e oneri diversi	-1.686.943.795	-1.767.595.798	
11 Altri accantonamenti ai fondi	—	—	
12.1 Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo	42.951.690	6.043.939	
12.2 Sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo	-6.654.154	-3.837.577	
12 Sopravvenienze e insussistenze	36.297.536	2.206.362	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.705.646.647	802.673.354	
13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-1.610.489.843	-668.915.641	
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	95.156.804	133.757.713	

(1) Effettuata a norma dell'art. 40 dello Statuto. – (2) Il numero medio dei dipendenti in servizio nel 2007 è stato pari a 7.488 (7.868 nel 2006).

IL RAGIONIERE GENERALE: ANNA MARIA TARANTOLA

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2008.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

NOTA INTEGRATIVA

Tavole analitiche di Stato patrimoniale e di Conto economico

Tavola 23.5

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale (migliaia di euro)				
ATTIVO		31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
1	Oro e crediti in oro	44.793.359	38.049.714	6.743.645
2	Attività in valuta estera verso non residenti nell'area euro	19.276.461	19.482.922	-206.461
2.1	crediti verso l'FMI	1.163.950	1.442.125	-278.175
2.2	titoli (non azionari)	14.661.777	14.066.133	595.644
2.3	conti correnti e depositi	3.352.466	3.844.247	-491.781
2.4	operazioni temporanee	95.178	127.074	-31.896
2.5	altre attività	3.090	3.343	-253
3	Attività in valuta estera verso residenti nell'area euro	5.052.180	6.856.912	-1.804.732
3.1	controparti finanziarie	5.052.180	6.856.912	-1.804.732
3.1.1	titoli (non azionari)	425.940	2.279.590	-1.853.650
3.1.2	operazioni temporanee	93.846	-	93.846
3.1.3	altre attività	4.532.394	4.577.322	-44.928
3.2	pubbliche Amministrazioni	-	-	-
3.3	altre controparti	-	-	-
4	Crediti verso non residenti nell'area euro	1.000	-	1.000
4.1	crediti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	1.000	-	1.000
4.2	titoli (non azionari)	-	-	-
4.3	altri crediti	-	-	-
5	Rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area euro relativo a operazioni di politica monetaria	28.070.384	20.956.792	7.113.592
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	22.222.182	20.568.372	1.653.810
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	5.848.202	388.360	5.459.842
5.3	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	-	-	-
5.4	operazioni temporanee di tipo strutturale	-	-	-
5.5	operazioni di rifinanziamento marginale	-	-	-
5.6	crediti connessi a richieste di margini	-	60	-60
6	Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro	10.245	10.256	-11
7	Titoli emessi da residenti nell'area euro (non azionari)	-	1.977.265	-1.977.265

segue: Tavola 23.5

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale (migliaia di euro)				
ATTIVO		31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
8	Crediti verso la pubblica Amministrazione	18.098.404	18.251.848	-153.444
	<i>titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289/2002</i>	17.202.389	17.305.955	-103.566
	<i>titoli di Stato rivenienti dalle cessate gestioni ammassi</i>	862.323	912.201	-49.878
	<i>poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi - parte non cartolarizzata</i>	33.692	33.692	—
9	Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro	43.743.527	30.845.237	12.898.290
9.1	partecipazione al capitale della BCE	721.792	726.278	-4.486
9.2	crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.925	7.262.784	-44.859
9.3	crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	—	—	—
9.4	altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	35.803.810	22.856.175	12.947.635
10	Partite da regolare	789	7.716	-6.927
11	Altre attività	85.330.077	82.117.970	3.212.107
11.1	cassa	28.162	29.749	-1.587
11.2	fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228	—
11.3	attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.334.147	32.763.192	-429.045
	<i>titoli di Stato</i>	23.644.488	24.495.540	-851.052
	<i>azioni e partecipazioni</i>	7.725.900	7.782.790	-56.890
	<i>altre obbligazioni e quote di fondi</i>	963.759	484.862	478.897
11.4	altre attività finanziarie	38.868.175	33.699.789	5.168.386
	<i>titoli di Stato</i>	38.819.289	33.699.789	5.119.500
	<i>altre obbligazioni</i>	48.886	—	48.886
11.5	immobilizzazioni immateriali	27.614	30.969	-3.355
11.6	immobilizzazioni materiali	3.677.275	3.856.918	-179.643
11.7	ratei e risconti	1.374.388	1.199.375	175.013
11.8	imposte differite attive	6.310.857	7.696.395	-1.385.538
11.9	diverse	2.451.231	2.583.355	-132.124
	<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	81.191	81.498	-307
	<i>attività del Fondo pensione complementare</i>	98.693	85.326	13.367
	<i>altre partite</i>	2.271.347	2.416.531	-145.184
Totale		244.376.426	218.556.632	25.819.794

segue: Tavola 23.5

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale (migliaia di euro)				
PASSIVO		31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
1	Banconote in circolazione	112.213.480	105.519.190	6.694.290
2	Passività verso istituzioni creditizie dell'area euro relative a operazioni di politica monetaria	42.622.806	17.158.917	25.463.889
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	35.071.182	17.156.764	17.914.418
2.2	depositi <i>overnight</i>	1.624	2.153	-529
2.3	depositi a tempo determinato	7.550.000	—	7.550.000
2.4	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—	—
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	9.881.377	22.963.778	-13.082.401
4.1	pubblica Amministrazione	9.715.516	22.944.942	-13.229.426
4.1.1	<i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	9.672.253	22.294.786	-12.622.533
4.1.2	<i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>	19.043	552.945	-533.902
4.1.3	<i>altre passività</i>	24.220	97.211	-72.991
4.2	altre controparti	165.861	18.836	147.025
5	Passività verso non residenti nell'area euro	88.074	88.448	-374
5.1	debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	63.555	56.943	6.612
5.2	altre passività	24.519	31.505	-6.986
6	Passività in valuta estera verso residenti nell'area euro	7	—	7
6.1	controparti finanziarie	7	—	7
6.2	pubbliche Amministrazioni	—	—	—
6.3	altre controparti	—	—	—
7	Passività in valuta estera verso non residenti nell'area euro	1.827	866.141	-864.314
7.1	depositi e conti correnti	1.827	10.207	-8.380
7.2	altre passività	—	855.934	-855.934
8	Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	754.378	801.860	-47.482

segue: Tavola 23.5

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale (migliaia di euro)				
PASSIVO		31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
9	Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro	16.244.517	14.208.918	2.035.599
9.1	passività per <i>promissory-notes</i> 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	16.244.517	14.208.918	2.035.599
9.3	altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	—	—	—
10	Partite da regolare	25.944	28.550	-2.606
11	Altre passività	2.285.730	2.246.189	39.541
11.1	vaglia cambiari	756.237	712.605	43.632
11.2	ratei e risconti	85.281	70.650	14.631
11.3	diverse	1.444.212	1.462.934	-18.722
	<i>banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario</i>	753.426	808.133	-54.707
	<i>passività del Fondo pensione complementare</i>	98.693	85.326	13.367
	<i>altre partite</i>	592.093	569.475	22.618
12	Accantonamenti	6.239.999	6.392.202	-152.203
12.1	fondi rischi specifici	543.255	722.304	-179.049
	<i>fondo assicurazione danni</i>	309.874	309.874	—
	<i>fondo imposte</i>	233.381	412.430	-179.049
12.2	accantonamenti diversi per il personale	5.696.744	5.669.898	26.846
	<i>a garanzia del TQP</i>	5.594.950	5.571.380	23.570
	<i>fondo oneri per il personale</i>	97.921	94.546	3.375
	<i>per TFR del personale a contratto</i>	1.827	1.980	-153
	<i>fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati</i>	2.046	1.992	54
13	Conti di rivalutazione	29.975.835	23.446.340	6.529.495
14	Fondo rischi generali	6.647.282	7.931.282	-1.284.000
15	Capitale e riserve	17.300.013	16.771.059	528.954
15.1	capitale sociale	156	156	—
15.2	riserve ordinaria e straordinaria	11.757.789	11.229.490	528.299
15.3	altre riserve	5.542.068	5.541.413	655
16	Utile netto da ripartire	95.157	133.758	-38.601
	Totale	244.376.426	218.556.632	25.819.794

Tavola 23.6

Prospetto analitico delle voci di conto economico (unità di euro)				
	VOCI	2007	2006	Variazioni
1.1	Interessi attivi	5.555.123.458	4.532.871.215	1.022.252.243
	<i>su titoli in euro</i>	2.363.880.519	1.893.105.666	470.774.853
	<i>su operazioni di rifinanziamento</i>	771.526.434	535.933.773	235.592.661
	<i>su saldi intra SEBC</i>	1.206.070.060	950.915.721	255.154.339
	<i>diversi in euro</i>	31.463.934	31.797.221	-333.287
	<i>su titoli in valuta</i>	770.195.592	691.959.763	78.235.829
	<i>su oro e altre attività in valuta</i>	369.519.018	377.807.095	-8.288.077
	<i>su crediti verso l'FMI</i>	42.467.901	51.351.976	-8.884.075
1.2	Interessi passivi	-2.482.653.362	-1.964.597.977	-518.055.385
	<i>su disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	-1.015.107.189	-1.165.407.874	150.300.685
	<i>su fondo per l'ammortamento titoli di Stato</i>	-11.422.752	-6.497.976	-4.924.776
	<i>su depositi di riserva in conto corrente</i>	-844.035.966	-503.821.741	-340.214.225
	<i>su saldi intra SEBC</i>	-512.572.602	-205.409.296	-307.163.306
	<i>diversi in euro</i>	-39.950.484	-3.056.424	-36.894.060
	<i>su assegnazioni di DSP da parte dell'FMI</i>	-31.854.751	-30.089.631	-1.765.120
	<i>diversi in valuta</i>	-27.709.618	-50.315.035	22.605.417
1	Interessi attivi netti	3.072.470.096	2.568.273.238	504.196.858
2.1	Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	-33.769.902	-22.829.793	-10.940.109
	<i>utili/perdite da negoziazione titoli in euro</i>	797.350	—	797.350
	<i>utili/perdite da negoziazione titoli in valuta</i>	21.462.625	-34.090.025	55.552.650
	<i>utili/perdite da negoziazione in cambi</i>	-57.715.796	18.107.312	-75.823.108
	<i>utili/perdite su contratti derivati</i>	-1.347.204	-7.517.529	6.170.325
	<i>utili/perdite su altre operazioni in divisa estera</i>	3.033.123	670.449	2.362.674
2.2	Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-1.910.093.729	-338.088.738	-1.572.004.991
	<i>da prezzo su titoli in euro</i>	—	-6.611.156	6.611.156
	<i>da prezzo su titoli in valuta</i>	-514.871	-44.241.754	43.726.883
	<i>da cambio</i>	-1.909.578.858	-287.235.828	-1.622.343.030
2.3	Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	1.284.000.000	-396.000.000	1.680.000.000
2	Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi	-659.863.631	-756.918.531	97.054.900
3.1	Tariffe e commissioni attive	23.922.732	26.000.806	-2.078.074
3.2	Tariffe e commissioni passive	-20.092.696	-21.746.321	1.653.625
3	Risultato netto da tariffe e commissioni	3.830.036	4.254.485	-424.449
	Reddito da partecipazione alla BCE	11.699.218	—	11.699.218
	Reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC	1.025.347	1.159.158	-133.811
4	Rendite da partecipazioni	12.724.565	1.159.158	11.565.407
	Reddito monetario conferito	-4.126.342.916	-2.713.191.015	-1.413.151.901
	Reddito monetario redistribuito	4.174.825.681	2.728.620.627	1.446.205.054
5	Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	48.482.765	15.429.612	33.053.153

segue: Tavola 23.6

Prospetto analitico delle voci di conto economico (unità di euro)				
	VOCI	2007	2006	Variazioni
6.1	Interessi attivi	991.121.023	807.169.960	183.951.063
6.2	Dividendi da azioni e partecipazioni	305.435.758	297.743.456	7.692.302
6.3	Utili, perdite e svalutazioni	42.394.186	137.763.645	-95.369.459
	<i>utili e perdite da negoziazione e realizzo</i>	<i>85.709.205</i>	<i>139.612.895</i>	<i>-53.903.690</i>
	<i>svalutazioni</i>	<i>-43.315.019</i>	<i>-1.849.250</i>	<i>-41.465.769</i>
6.4	Altre componenti	2.270.850	2.063	2.268.787
6	Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	1.341.221.817	1.242.679.124	98.542.693
7	Altri utilizzi dei fondi	3.945.005	6.289.483	-2.344.478
8	Altre rendite	61.744.483	52.436.053	9.308.430
	TOTALE RENDITE NETTE	3.884.555.136	3.133.602.622	750.952.514
9	Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie	-528.262.230	-565.539.832	37.277.602
10.1	Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio	-629.873.328	-633.760.260	3.886.932
10.2	Altre spese relative al personale	-40.495.991	-44.798.525	4.302.534
10.3	Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-97.496.268	-101.855.098	4.358.830
	<i>TQP</i>	<i>-23.636.239</i>	<i>-30.348.782</i>	<i>6.712.543</i>
	<i>oneri maturati e non ancora erogati</i>	<i>-73.703.999</i>	<i>-71.005.420</i>	<i>-2.698.579</i>
	<i>altri</i>	<i>-156.030</i>	<i>-500.896</i>	<i>344.866</i>
10.4	Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-292.440.524	-367.992.108	75.551.584
10.5	Compensi per organi collegiali centrali e periferici (1)	-2.889.078	-1.826.233	-1.062.845
10.6	Spese di amministrazione	-400.569.206	-402.894.351	2.325.145
10.7	Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-195.756.041	-194.270.409	-1.485.632
10.8	Costi per servizi di produzione di banconote	—	—	—
10.9	Altre spese	-27.423.359	-20.198.814	-7.224.545
10	Spese e oneri diversi	-1.686.943.795	-1.767.595.798	80.652.003
11	Altri accantonamenti ai fondi	—	—	—
12.1	Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo	42.951.690	6.043.939	36.907.751
12.2	Sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo	-6.654.154	-3.837.577	-2.816.577
12	Sopravvenienze e insussistenze	36.297.536	2.206.362	34.091.174
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.705.646.647	802.673.354	902.973.293
13	Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-1.610.489.843	-668.915.641	-941.574.202
	UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	95.156.804	133.757.713	-38.600.909

(1) Comprende i compensi cumulativamente spettanti al Consiglio superiore e al Collegio sindacale, pari rispettivamente a 898.694 euro (658.560 nel 2006) e 90.656 euro (35.575 nel 2006), al netto dell'imposta sul valore aggiunto e dei contributi.

Principi, criteri e schemi di bilancio

Principi di redazione del bilancio. – Nella redazione del bilancio la Banca d'Italia è tenuta all'osservanza di norme speciali e, per quanto da queste non disciplinato, di quelle civilistiche, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'articolo 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43 (Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali). Esso stabilisce che “nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, anche in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni adottate dalla BCE ai sensi dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC e alle raccomandazioni dalla stessa formulate in materia. I bilanci compilati in conformità del presente comma, con particolare riguardo ai criteri di redazione adottati, assumono rilevanza anche agli effetti tributari”. Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi), come modificato dal decreto legislativo 18 novembre 2005, n. 247.

Le norme emanate dalla BCE sono riportate nell'atto di indirizzo 10 novembre 2006, n. 16 (in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* L 348 dell'11 dicembre 2006), che contiene disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio. Il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre emanato la raccomandazione 8 aprile 1999, n. NP7, concernente il trattamento contabile dei costi sostenuti per la produzione delle banconote.

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, ivi 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 ed 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 nella legge 2 dicembre 2005, n. 248.

Criteri contabili e di valutazione. – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2007 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale. A partire dal 1° gennaio 2007, in linea con le più recenti disposizioni stabilite dalla BCE (atto di indirizzo 10 novembre 2006, n. 16, in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* L 348 dell'11 dicembre 2006), è stato introdotto il principio contabile dell'*economic approach*. L'Istituto, fra le opzioni consentite, ha adottato il "metodo alternativo" in base al quale:

- le operazioni a pronti in divisa estera negoziate nell'anno e regolate in quello successivo incidono sulla posizione netta in valuta alla data di contrattazione in luogo della data di regolamento, ai fini della determinazione del costo medio netto giornaliero e dei risultati economici;
- i ratei di interesse maturati sulle attività e passività in divisa estera sono rilevati con cadenza giornaliera e incidono sulla posizione netta in valuta; tali ratei comprendono l'ammortamento del *premium/discount* (differenza tra il valore di libro e quello di rimborso, da imputare al conto economico – *pro rata temporis* secondo una metodologia basata sulla capitalizzazione composta – in relazione alla vita residua del titolo obbligazionario).

ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI

L'oro, le attività e passività in valuta e i titoli utilizzabili in operazioni di politica monetaria sono stati valutati, all'inizio della terza fase della Unione economica e monetaria (1° gennaio 1999), ai prezzi e ai cambi di mercato a quella data, con registrazione delle relative plusvalenze in specifici conti di rivalutazione. Tali plusvalenze vengono trasferite al conto economico, secondo criteri di proporzionalità, in caso di cessioni, di rimborsi ovvero di svalutazioni.

Per l'oro, le plusvalenze ancora esistenti al 30 dicembre 2002 sono state utilizzate in relazione all'operazione di concambio ex articolo 65, comma 3, della legge 289 del 2002; il costo, valido anche a fini fiscali, è pari al valore iscritto in bilancio al netto del relativo conto di rivalutazione.

Oro e attività/passività in valuta

- le consistenze, ivi incluse quelle rappresentate da titoli in divisa, sono valorizzate applicando, per ciascuna valuta e per l'oro, il criterio del "costo medio netto giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE che a fine anno richiedono di tener conto anche degli acquisti di valuta contrattati nell'esercizio ma regolati in quello successivo;
- l'oro e le attività/passività in valuta sono valutate, ai fini della rappresentazione in bilancio, ai tassi di cambio e al prezzo dell'oro di fine esercizio comunicati dalla BCE; le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione, mentre le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;
- la quota di partecipazione al Fondo monetario internazionale (FMI) viene convertita al cambio euro/DSP comunicato dallo stesso Fondo in occasione dell'ultima operazione disposta per la quota in valuta nazionale e al cambio euro/DSP indicato dalla BCE per la rimanente parte.

Titoli

- i titoli sono valorizzati, per ciascuna tipologia, in base al criterio del “costo medio giornaliero”, determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE. Per i titoli obbligazionari, immobilizzati e non, si tiene conto della quota del premium/discount che, per quelli in valuta, viene rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio viene effettuata:
 1. nel caso di titoli non immobilizzati:
 - a) per i titoli azionari, gli exchange-traded funds (ETF) e le obbligazioni “negoziabili” (atto di indirizzo della BCE n. 16 del 2006), al valore di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; per le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione. Le plusvalenze non realizzate vengono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico. Gli ETF e le quote di OICR in valuta iscritti nella voce patrimoniale attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi non concorrono alla formazione della posizione netta complessiva in valuta, ma costituiscono una posizione separata;
 - b) per i titoli obbligazionari “non negoziabili” (atto di indirizzo della BCE n. 16 del 2006), al costo, tenendo anche conto dell'eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla posizione dell'emittente;
 - c) per i titoli azionari “non negoziabili” (atto di indirizzo della BCE n. 16 del 2006) e per le quote di partecipazione non rappresentate da azioni: al costo, che viene ridotto qualora perdite risultanti dall'ultimo bilancio approvato ovvero situazioni particolari dell'emittente siano tali da far assumere al titolo un valore inferiore al costo.
 2. nel caso di titoli immobilizzati: al costo, tenendo anche conto di situazioni particolari, riferibili alla posizione dell'emittente, che facciano scendere il valore del titolo al di sotto del costo. I titoli in divisa estera vengono mantenuti al cambio storico.

PARTECIPAZIONI

Le partecipazioni in società controllate e collegate che rientrano nel comparto immobilizzato vengono valutate al costo, tenendo conto di eventuali perdite delle partecipate che riducano la quota di patrimonio netto.

Il fondo di dotazione dell'UIC e la partecipazione alla BCE sono valutati al costo.

I dividendi e gli utili sono rilevati per cassa.

Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127 del 1991.

Il bilancio dell'UIC è allegato a quello della Banca d'Italia a norma dell'art. 4 del decreto legislativo 26 agosto 1998, n. 319.

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Sia per gli immobili che per i mobili e gli impianti l'ammortamento ha inizio nel trimestre successivo a quello dell'acquisto del bene.

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 trattamento di quiescenza del personale, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo. I terreni non sono ammortizzati.

Mobili e impianti

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento vengono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le procedure, studi e progettazioni in corso e gli acconti sulle stesse sono iscritti al costo di acquisto ovvero al costo di produzione direttamente imputabile. Le procedure, studi e progettazioni definiti sono iscritti al costo di acquisto o di produzione direttamente imputabile e vengono 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 a tantum previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi.

I costi per l'esecuzione di lavori di tipo incrementativo sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non vengono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

RIMANENZE DEI SERVIZI TECNICI

La valorizzazione delle rimanenze di magazzino, che riguardano solo il Servizio Elaborazioni e sistemi informativi, viene effettuata al costo con il metodo LIFO.

RATEI E RISCONTI

I ratei attivi e passivi raccolgono quote di ricavi o di costi di competenza dell'esercizio che avranno manifestazione finanziaria successivamente. I risconti attivi e passivi rappresentano quote di costi o di ricavi di competenza di futuri esercizi che hanno già avuto manifestazione finanziaria. I ratei di interesse riferiti alle attività e passività finanziarie in valuta sono calcolati e rilevati giornalmente con effetto sulla posizione netta in valuta.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

La BCE e le BCN dell'area dell'euro, che insieme compongono l'Eurosistema, emettono le banconote in euro (decisione BCE 6 dicembre 2001, n. 15 sulla emissione delle banconote in euro, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 337 del 20.12.2001, pp.52-54, e successive modifiche).

Con riferimento all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese l'ammontare complessivo delle banconote in euro in circolazione viene redistribuito nell'Eurosistema sulla base dei criteri di seguito indicati.

Dal 2002 alla BCE viene attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento viene attribuito a ciascuna BCN in misura proporzionale alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE (quota capitale). La quota di banconote attribuita a ciascuna BCN è rappresentata nella voce di stato patrimoniale banconote in circolazione. Sulla base della quota di allocazione, la differenza tra l'ammontare delle banconote attribuito a ciascuna BCN e quello delle banconote effettivamente messe in circolazione dalla BCN considerata dà origine a saldi intra Eurosistema remunerati. Dall'anno del cash changeover di ogni Stato membro che ha adottato l'euro e per i successivi cinque anni i saldi intra Eurosistema derivanti dalla allocazione delle banconote sono rettificati al fine di evitare un impatto eccessivo sulle situazioni reddituali delle BCN rispetto agli anni precedenti. Le correzioni sono apportate sulla base della differenza tra l'ammontare medio della circolazione di ciascuna BCN nel periodo di riferimento stabilito dalla normativa e l'ammontare medio della circolazione che sarebbe risultato nello stesso periodo applicando il meccanismo di allocazione basato sulle quote capitale. Gli aggiustamenti sono ridotti anno per anno per cinque esercizi a partire dal cash changeover dopodiché il reddito relativo alle banconote viene integralmente redistribuito in proporzione alla quota capitale (decisione della BCE 6 dicembre 2001, n. 16, sulla distribuzione del reddito monetario delle BCN degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio 2002, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 337 del 20.12.2001, pp.55-61, e successive modifiche).

Gli interessi attivi e passivi maturati su questi saldi 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 da signoraggio della BCE, derivante dalla quota dell'8 per cento delle banconote a essa attribuite, venga riconosciuto separatamente alle BCN il secondo giorno lavorativo dell'anno successivo a quello di riferimento sotto forma di distribuzione provvisoria di utili (decisione della BCE 17 novembre 2005, n. 11, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 311 del 26.11.2005, pp.41-42). Tale distribuzione dovrebbe avvenire per l'intero ammontare del reddito da signoraggio, a meno che quest'ultimo non risulti superiore al profitto netto della BCE relativo all'anno considerato o che il Consiglio direttivo della BCE decida di ridurre il reddito da signoraggio a fronte di costi sostenuti per l'emissione e la detenzione di banconote. Il Consiglio direttivo della BCE può altresì decidere di accantonare l'intero reddito in discorso o parte di esso a un fondo destinato a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Il reddito da signoraggio distribuito dalla BCE è registrato per competenza nell'esercizio cui esso si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi e gli utili da partecipazione. Per l'esercizio 2007 il Consiglio direttivo ha deciso, così come per il 2006, che l'intero ammontare del reddito da signoraggio resti attribuito alla BCE stessa.

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA

Per ogni BCN il saldo complessivo netto intra Eurosystema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.

FONDI RISCHI

Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità. La stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli dell'Istituto è effettuata con la metodologia Value at risk (VaR), avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione.

Il fondo rischi generali della Banca fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.

L'alimentazione e l'utilizzo dei fondi sono deliberati dal Consiglio superiore.

FONDO IMPOSTE

Il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare (anche differite), determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale e di quelli derivanti da eventuali contenziosi tributari.

ACCANTONAMENTI DIVERSI PER IL PERSONALE

- *gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP) assunto prima del 28 aprile 1993 vengono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;*
- *il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;*
- *il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati viene alimentato secondo quanto previsto dall'articolo 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;*
- *gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.*

Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo).

ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

I crediti sono iscritti al valore nominale che, in relazione alle caratteristiche delle controparti tipiche della Banca, coincide con il valore di presumibile realizzo.

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, comma 2, della legge 289 del 2002, come modificato dal DL 203 del 2005, convertito nella legge 248 del 2005.

Nell'ambito delle voci altre attività e altre passività sono esposte le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo Fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione viene effettuata al valore di mercato di fine periodo. Le conseguenti plus/minusvalenze costituiscono componenti reddituali che, alla stregua delle altre risultanze economiche della gestione, modificano direttamente il patrimonio del Fondo.

Tra le altre passività sono inoltre ricomprese le banconote in lire non ancora presentate per la conversione, al netto degli acconti riconosciuti all'Erario ai sensi dell'articolo 87 della legge 289 del 2002.

Le altre componenti sono esposte al valore nominale.

OPERAZIONI FUORI BILANCIO E CONTI D'ORDINE

Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta

- *gli acquisti e le vendite a termine vengono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione.*

La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.

Contratti swap su valute

- *gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza fra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi. La posizione a termine viene valutata congiuntamente alla relativa posizione a pronti.*

All'atto del regolamento delle operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta e di quelle relative a contratti swap su valute, le evidenze nei conti d'ordine vengono chiuse e sono interessate le pertinenti voci patrimoniali.

Contratti futures su tassi di interesse denominati in divisa estera

- *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;*
- *gli impegni per operazioni in valuta sono esposti al cambio contrattato. L'evidenza viene chiusa al momento del regolamento;*
- *le altre poste in valuta sono convertite al cambio di fine esercizio comunicato dalla BCE.*

Commento alle voci dello Stato patrimoniale

Oro, attività e passività in valuta (voci 1, 2 e 3 dell'attivo - voci 6, 7 e 8 del passivo)

Le variazioni sono dovute principalmente alle valutazioni di fine esercizio. In particolare, l'aumento del valore dell'oro - la cui quantità è rimasta invariata rispetto al 2006 (79 milioni di once pari a 2.452 tonnellate) - è interamente da ascrivere all'apprezzamento del metallo; l'andamento dei tassi di cambio ha inciso negativamente sulle attività in valuta.

Tavola 23.7

Oro, attività e passività in valuta (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
Oro (voce 1)	44.793.359	38.049.714	6.743.645
Attività nette in valuta	23.572.429	24.671.833	-1.099.404
Attività in valuta	24.328.641	26.339.834	-2.011.193
verso non residenti nell'area euro (incluso l'FMI) (voce 2)	19.276.461	19.482.922	-206.461
verso residenti nell'area euro (voce 3)	5.052.180	6.856.912	-1.804.732
Passività in valuta	756.212	1.668.001	-911.789
verso residenti nell'area euro (voce 6)	7	-	7
verso non residenti nell'area euro (voce 7)	1.827	866.141	-864.314
assegnazione di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	754.378	801.860	-47.482

Le riserve auree sono valutate al prezzo di mercato della fine dell'esercizio comunicato dalla BCE, 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 2007, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2006 l'oro si è apprezzato del 18 per cento (da 482,688 a 568,236 euro per oncia). I tassi di cambio delle principali valute estere rispetto all'euro hanno evidenziato il deprezzamento del dollaro statunitense (da 1,3170 a 1,4721 dollari per euro), dello yen (da 156,93 a 164,93), del franco svizzero (da 1,6069 a 1,6547) e della sterlina inglese (da 0,6715 a 0,7334). Si è rilevato inoltre un deprezzamento dei diritti speciali di prelievo (DSP) (da 1,1416 a 1,0740 euro per DSP).

Sulla base di tali cambi, alla fine dell'esercizio sono emerse minusvalenze che, dopo l'utilizzo dei corrispondenti conti di rivalutazione (pari a 321 milioni per i dollari e a 126 milioni per le sterline), hanno inciso per complessivi 1.910 milioni sul conto economico (1.295 milioni riferiti ai dollari, 363 milioni alle sterline, 135 milioni agli yen, 110 milioni ai DSP e 7 milioni ai franchi svizzeri).

Dopo le predette variazioni, i conti di rivalutazione da cambio ammontavano alla fine del 2007 a 25.372 milioni e si riferivano pressoché esclusivamente all'oro (cfr. Conti di rivalutazione). I cambi al 30 aprile 2008 delle principali valute sono indicati nel paragrafo Relazione sulla gestione: Eventi successivi alla chiusura del bilancio.

Le attività e passività in valuta estera includono i rapporti con il Fondo monetario internazionale, titoli e altre attività nette in valuta rappresentate principalmente da conti correnti, depositi e operazioni temporanee.

Le attività nette verso l'FMI sono diminuite, oltre che in relazione alla valutazione al cambio di fine esercizio, per effetto di reintegri da parte dei paesi debitori che hanno determinato una riduzione della posizione netta dell'Italia nei confronti del Fondo.

Tavola 23.8

Rapporti con il Fondo monetario internazionale (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
Attivo			
Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	1.163.950	1.442.125	-278.175
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo	493.880	739.920	-246.040
partecipazione	7.601.357	8.060.994	-459.637
disponibilità del Fondo	-7.107.477	-7.321.074	213.597
b) Partecipazione PRGF	445.156	496.007	-50.851
c) Diritti speciali di prelievo	224.914	206.198	18.716
Passivo			
Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	754.378	801.860	-47.482

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 lire) è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell'Italia (7.055 milioni di DSP, rimasti invariati rispetto al 2006) e le disponibilità del Fondo nel conto intestato allo stesso organismo (6.591 milioni di DSP, 6.406 nel 2006) originariamente alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta in valuta nazionale;*
- b) *la partecipazione ai prestiti per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF) riguarda i prestiti a lungo termine concessi a condizioni agevolate a Stati con forte esposizione debitoria nei confronti dell'FMI;*
- c) *i diritti speciali di prelievo della Banca sono stati assegnati dal Fondo in proporzione alla quota di partecipazione dell'Italia. Le assegnazioni ai paesi membri sono iniziate nel 1969; l'ultima, avvenuta nel 1981, ha portato il totale dei DSP assegnati all'Italia a 702 milioni. I DSP, in relazione a successivi utilizzi, ammontavano, alla fine del 2007, a 209 milioni.*

Per il menzionato ammontare di 702 milioni di DSP è iscritta nei confronti del Fondo una passività alla voce assegnazioni di DSP da parte dell'FMI.

Tavola 23.9

Titoli in valuta - consistenze e movimenti (migliaia di euro)			
	emessi da		Totale
	non residenti nell'area euro	residenti nel- l'area euro	
Consistenze iniziali	14.066.133	2.279.590	16.345.723
Aumenti	42.702.337	6.140.620	48.842.957
Acquisti (1)	42.184.503	6.087.391	48.271.894
Utili netti	21.463	-	21.463
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	206.121	151	206.272
Premi e sconti	290.250	53.078	343.328
Diminuzioni	-42.106.693	-7.994.270	-50.100.963
Vendite e rimborsi	-40.697.310	-7.909.317	-48.606.627
Rivalutazioni nette da cambio (2)	-251.606	-47.809	-299.415
Svalutazioni da prezzo (3)	-367	-148	-515
Svalutazioni da cambio (3)	-1.157.410	-36.996	-1.194.406
Consistenze finali	14.661.777	425.940	15.087.717

(1) Comprende gli adeguamenti al costo medio della valuta. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

Il portafoglio dei titoli in valuta è composto in prevalenza da obbligazioni emesse da amministrazioni pubbliche e organismi internazionali. Il portafoglio è costituito per il 68 per cento da titoli denominati in dollari statunitensi; per il 17 per cento in sterline inglesi; per il 15 per cento in yen.

Le rimanenti attività in valuta sono composte da depositi a termine (6.708 milioni), denominati prevalentemente in dollari, da conti correnti (1.177 milioni), denominati principalmente in sterline e franchi svizzeri, da operazioni temporanee (189 milioni) e da banconote estere (3 milioni).

Le operazioni temporanee riguardano vendite o acquisti a pronti con patto di riacquisto o rivendita a termine. Sono iscritte nello stato patrimoniale come debiti o crediti. 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 (94 milioni) connessi al programma di rifinanzia-

mento temporaneo in dollari (Term Auction Facility). Sulla base di tale programma, la Federal Reserve ha fornito alla BCE 20 miliardi di dollari nel quadro di un accordo valutario temporaneo (swap line) finalizzato all'offerta di finanziamenti in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema. Contestualmente, la BCE ha attivato operazioni di back-to-back swap con le BCN che hanno adottato l'euro, le quali hanno utilizzato i fondi in dollari per fornire liquidità alle controparti dell'area dell'euro. Le transazioni riguardanti le operazioni di back-to-back swap sono state regolate in conti intra Eurosistema non remunerati (cfr. Rapporti intra Eurosistema).

Nella sottovoce 11.3 dell'attivo attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi sono presenti investimenti in divisa estera che costituiscono un'autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta qui illustrate (cfr. Portafoglio titoli).

Operazioni di politica monetaria (voce 5 dell'attivo e voce 2 del passivo)

Riguardano le operazioni effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

Tavola 23.10

Operazioni di politica monetaria (migliaia di euro)				
		31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)				
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	22.222.182	20.568.372	1.653.810
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	5.848.202	388.360	5.459.842
5.3	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—	—
5.4	operazioni temporanee di tipo strutturale	—	—	—
5.5	operazioni di rifinanziamento marginale	—	—	—
5.6	crediti connessi a richieste di margini	—	60	-60
Totale		28.070.384	20.956.792	7.113.592
Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)				
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	35.071.182	17.156.764	17.914.418
2.2	depositi <i>overnight</i>	1.624	2.153	-529
2.3	depositi a tempo determinato	7.550.000	—	7.550.000
2.4	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—	—
2.5	depositi relativi a richieste di margini	—	—	—
Totale		42.622.806	17.158.917	25.463.889

Dal lato dell'attivo, le *operazioni di rifinanziamento principali*, in crescita nel dato di fine esercizio, hanno presentato una consistenza media pressoché in linea con quella del 2006 (da 17.638 a 17.466 milioni). Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* hanno mostrato una crescita sostenuta del valore di fine esercizio e, in maniera più contenuta, di quello medio dell'anno (da 1.102 a 1.697 milioni). Le *operazioni temporanee di fine-tuning* e le *operazioni di rifinanziamento marginale*, non presenti alla fine dell'esercizio, hanno evidenziato nel dato medio dell'anno, rispettivamente, un aumento (da 6 a 78 milioni) e una flessione (da 4 a 2 milioni). Nel 2007 non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

Dal lato del passivo, si è registrato l'incremento dei depositi detenuti dagli istituti di credito per assolvere agli obblighi di riserva sia nel dato di fine anno, sia a livello di consistenza media (da 17.544 a 21.185 milioni); analogo andamento si è rilevato per i *depositi a tempo determinato* la cui consistenza media è passata da 24 a 865 milioni. Nel 2007 non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di fine-tuning*.

Portafoglio titoli (voci dell'attivo 7 e 8, sottovoci dell'attivo 11.3 e 11.4)

Il portafoglio titoli della Banca comprende soprattutto titoli obbligazionari in euro, nonché azioni, partecipazioni e obbligazioni, in euro e in valuta, a fronte di riserve, accantonamenti e fondi. I titoli facenti parte delle riserve valutarie sono commentati nell'aggregato *Oro, attività e passività in valuta*.

Il portafoglio titoli presenta le consistenze di seguito indicate:

Tavola 23.11

Portafoglio titoli - consistenze (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
A. Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3)			
1. Titoli non immobilizzati	8.229.477	7.940.046	289.431
a) di Stato	24.572	158.875	-134.303
b) altre obbligazioni	44.881	67.064	-22.183
c) azioni e partecipazioni	7.557.094	7.613.984	-56.890
– di società ed enti controllati	24.385	26.001	-1.616
– di altre società ed enti	7.532.709	7.587.983	-55.274
d) ETF e quote di OICR	602.930	100.123	502.807
– di cui in valuta	222.457	–	222.457
2. Titoli immobilizzati	24.104.670	24.823.146	-718.476
a) di Stato	23.619.916	24.336.665	-716.749
b) altre obbligazioni	315.948	317.675	-1.727
c) azioni e partecipazioni	168.806	168.806	–
– di società ed enti controllati	107.949	107.949	–
– di altre società ed enti	6.309	6.309	–
– di altre società ed enti in valuta	54.548	54.548	–
Totale A	32.334.147	32.763.192	-429.045
B. Altri titoli in euro			
1. Titoli non immobilizzati (voce 7)	–	1.977.265	-1.977.265
a) di Stato	–	1.977.265	-1.977.265
2. Titoli immobilizzati	56.932.887	51.917.945	5.014.942
a) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	18.064.712	18.218.156	-153.444
b) di Stato (sottovoce 11.4)	38.819.289	33.699.789	5.119.500
c) altre obbligazioni (sottovoce 11.4)	48.886	–	48.886
Totale B	56.932.887	53.895.210	3.037.677
Totale (A+B)	89.267.034	86.658.402	2.608.632

Nel dettaglio:

- A) i titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3 *attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*), immobilizzati e non immobilizzati, sono denominati in euro e, in minima parte, in valuta. L'aggregato è costituito per il 74 per cento da titoli obbligazionari e per la rimanente parte da azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR. Gli investimenti azionari riguardano in massima parte titoli quotati.

Dal 2007 la Banca effettua investimenti in ETF e quote di OICR denominati in valuta estera. La relativa posizione è coperta dal rischio di cambio attraverso vendite a termine della corrispondente valuta.

Tavola 23.12

Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi - movimenti (sottovoce 11.3) (migliaia di euro)						
	Titoli obbligazionari		Azioni e partecipazioni		ETF e quote di OICR (1)	Totale
	Non immobilizzati	Immobilizzati	Non immobilizzati	Immobilizzati		
Consistenze iniziali	225.939	24.654.340	7.613.984	168.806	100.123	32.763.192
Aumenti	2.618	1.897.645	122.370	–	512.181	2.534.814
Acquisti	–	1.897.645	13.962	–	500.731	2.412.338
Utili netti	2.618	–	83.154	–	–	85.772
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	–	–	25.254	–	11.126	36.380
Rivalutazioni nette da cambio (2)	–	–	–	–	324	324
Diminuzioni	-159.104	-2.616.121	-179.260	–	-9.374	-2.963.859
Vendite e rimborsi	-155.658	-2.539.244	-144.616	–	–	-2.839.518
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	-3.292	–	–	–	–	-3.292
Premi e sconti netti	-100	-76.877	–	–	–	-76.977
Svalutazioni da prezzo (3)	-54	–	-34.644	–	-8.601	-43.299
Svalutazioni da cambio (3)	–	–	–	–	-773	-773
Consistenze finali	69.453	23.935.864	7.557.094	168.806	602.930	32.334.147

(1) Gli acquisti comprendono gli adeguamenti al costo medio della valuta. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

Le partecipazioni di controllo si riferiscono alla Società italiana di iniziative edilizie e fondiarie spa (SIDIEF) e alla Bonifiche Ferraresi spa (tav. 23.13). Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto immobilizzato, le azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca in tale organismo è pari al 9,61 per cento.

Tavola 23.13

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)							
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2007				Dati della partecipata relativi all'esercizio 2007		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore		Patrimonio netto	Utile	Dividendi distribuiti
			Nominale	Bilancio			
			(migliaia di euro)				
Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie S.p.A. - Milano (Capitale euro 107.000.000 in 107.000 azioni da euro 1.000)							
	107.000	100,0	107.000	105.600	133.869	8.534	7.680
Bonifiche Ferraresi S.p.A. - Roma (Capitale euro 5.793.750 in 5.625.000 azioni da euro 1,03)							
	3.508.533	62,4	3.614	26.734	113.535	6.022	1.013
(1) La colonna <i>Azioni possedute</i> comprende tutte le categorie di azioni. La colonna <i>Partecipazione al capitale</i> è data dal totale delle azioni possedute diviso il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2007. Il <i>Patrimonio netto</i> non comprende l'utile dell'esercizio da distribuire agli azionisti.							

B) gli altri titoli in euro sono costituiti esclusivamente da obbligazioni immobilizzate, essendo stati ceduti nel corso del 2007 quelli non immobilizzati iscritti alla voce 7. In particolare, sono esposti:

- nella sottovoce 11.4 (*altre attività finanziarie*). L'aggregato è costituito da titoli obbligazionari emessi per il 60 per cento dallo Stato italiano e, per la restante parte, prevalentemente da altri Stati membri dell'area dell'euro; gli acquisti netti dell'anno hanno riguardato maggiormente titoli di quest'ultima categoria;
- nella voce 8 (*crediti verso la pubblica Amministrazione*) e riguardano i titoli assegnati all'Istituto in seguito al concambio *ex lege* 289 del 2002 e a fronte delle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

I titoli di Stato *ex lege* 289 del 2002 sono rappresentati da BTP, emessi a condizioni di mercato, ricevuti nel 2002 in concambio dei titoli di Stato all'1 per cento in precedenza assegnati alla Banca in conversione del preesistente conto corrente di tesoreria (*ex lege* 26 novembre 1993, n. 483). La riduzione di 104 milioni corrisponde alla rilevazione annua della differenza tra il prezzo di acquisto e quello di rimborso (discount).

I titoli rivenienti dalle cessate gestioni degli ammassi obbligatori sono costituiti da BTP infruttiferi; la diminuzione di 50 milioni è da ascrivere alla quota annuale di rimborso.

Tavola 23.14

Altri titoli in euro - movimenti (migliaia di euro)				
	Titoli obbligazionari			Totale
	Non immobilizzati (voce 7)	Immobilizzati (voce 8)	Immobilizzati (sottovoce 11.4)	
Consistenze iniziali	1.977.265	18.218.156	33.699.789	53.895.210
Aumenti	797	–	6.789.233	6.790.030
Acquisti	–	–	6.789.233	6.789.233
Utili netti	797	–	–	797
Diminuzioni	-1.978.062	-153.444	-1.620.847	-3.752.353
Vendite e rimborsi	-1.972.510	-49.878	-1.385.396	-3.407.784
Rivalutazioni nette (1)	-2.282	–	–	-2.282
Premi e sconti netti	-3.270	-103.566	-235.451	-342.287
Consistenze finali	–	18.064.712	38.868.175	56.932.887

(1) Aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione.

Una residua parte (34 milioni) dei crediti per ammassi obbligatori, pure inclusa nella voce 8, risulta non convertita in titoli in quanto la normativa di riferimento subordinava l'emissione degli stessi all'approvazione da parte della Corte dei conti delle rendicontazioni delle gestioni dalle quali traggono origine tali crediti. In seguito ai provvedimenti legislativi intervenuti sulla materia nel 2006, la Banca è in attesa delle determinazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze per la definizione delle modalità di rimborso della somma.

Tra i titoli obbligazionari immobilizzati sono presenti titoli il cui valore di libro (50.179 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (49.475 milioni). I titoli in questione – emessi dallo Stato italiano, da altri Stati del-

l'area dell'euro e, in misura residuale, da organismi internazionali – sono mantenuti al costo conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema.

Rapporti intra Eurosistema (voce 9 dell'attivo e voce 9 del passivo)

Tavola 23.15

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792	726.278	-4.486
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.925	7.262.784	-44.859
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	35.803.810	22.856.175	12.947.635
Totale	43.743.527	30.845.237	12.898.290
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	16.244.517	14.208.918	2.035.599
Totale	16.244.517	14.208.918	2.035.599

Dal lato dell'attivo:

- è diminuita di 4 milioni (da 726 a 722) la *partecipazione al capitale della BCE* per effetto della rideterminazione della quota di partecipazione avvenuta in occasione dell'adesione alla UE della Romania e della Bulgaria; per le medesime ragioni si sono ridotti i *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*, che sono determinati in proporzione alla partecipazione sottoscritta;

Sulla base dell'art. 28 dello Statuto del SEBC, le banche centrali nazionali del Sistema 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 e adeguato con cadenza quinquennale. Il primo adeguamento quinquennale successivo all'istituzione della BCE ha avuto luogo il 1° gennaio 2004; un secondo adeguamento è stato effettuato il 1° maggio 2004, ai sensi dell'art. 49.3 dello Statuto, in seguito all'adesione di dieci paesi nuovi membri della UE e all'ingresso nel SEBC delle rispettive banche centrali. Il 1° gennaio 2007 è stato operato un ulteriore adeguamento, determinato dall'adesione alla UE della Romania e della Bulgaria; la quota di partecipazione della Banca d'Italia alla fine del 2007 era pari al 12,5297 per cento del capitale sottoscritto. La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE considerando le sole BCN aderenti all'Eurosistema, modificata da ultimo il 1° gennaio 2007 per effetto dell'ingresso della Slovenia nell'area dell'euro, era invece pari al 18,0260 per cento; tale percentuale è stata ulteriormente modificata in 17,9776 il 1° gennaio 2008 in seguito all'ingresso delle banche centrali di Malta e Cipro nell'Eurosistema.

All'avvio della terza fase della UEM, la Banca, al pari delle altre BCN dell'Eurosistema, ha conferito alla BCE oro, titoli esteri e valute in proporzione alla propria quota di sottoscrizione al capitale della BCE, iscrivendo in contropartita un credito fruttifero denominato in euro (cfr. Commento alle voci del Conto economico: Interessi attivi netti).

- sono aumentati gli *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)* che riguardano essenzialmente l'operatività di TARGET. Quest'ultima ha determinato una posizione complessiva creditoria in aumento di 12.915 milioni (da 22.841 a 35.756); in diminuzione invece la consistenza media (passata da 26.893 a 23.800 milioni). Alla fine del 2007 la sottovoce comprendeva inoltre il credito di 48 milioni relativo al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2007 (15 milioni nel 2006, cfr. *Commento alle voci del Conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

La posizione creditoria alla fine del 2007 comprendeva 63 milioni relativi alla partecipazione indiretta a TARGET attraverso la Banca d'Italia delle banche centrali di Polonia e di Estonia.

Le passività sono interamente riferibili, come nel 2006, all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Altre attività (voce 11 dell'attivo)

La voce è composta per l'83 per cento da titoli (cfr. *Portafoglio titoli*) iscritti nelle sottovoci 11.3 e 11.4; per il 4 per cento da *immobilizzazioni materiali* e *immobilizzazioni immateriali*; per il 7 per cento da *imposte differite attive* connesse prevalentemente con perdite fiscali pregresse (tav. 23.22). La voce comprende anche il *fondo di dotazione dell'UIC*, interamente conferito dalla Banca.

Tavola 23.16

Altre attività (voce 11) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro e lire)	28.162	29.749	-1.587
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228	—
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.334.147	32.763.192	-429.045
11.4 altre attività finanziarie	38.868.175	33.699.789	5.168.386
11.5 immobilizzazioni immateriali	27.614	30.969	-3.355
11.6 immobilizzazioni materiali	3.677.275	3.856.918	-179.643
11.7 ratei e risconti	1.374.388	1.199.375	175.013
11.8 imposte differite attive	6.310.857	7.696.395	-1.385.538
11.9 diverse	2.451.231	2.583.355	-132.124
altri investimenti a garanzia del TQP	81.191	81.498	-307
attività del Fondo pensione complementare	98.693	85.326	13.367
altre partite	2.271.347	2.416.531	-145.184
Totale	85.330.077	82.117.970	3.212.107

Il 1° gennaio 2008, ai sensi dell'art. 62 del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, l'UIC è confluito nella Banca d'Italia che è succeduta nei diritti e nei rapporti giuridici di cui l'Ufficio era titolare. Al 31 dicembre 2007 il patrimonio netto dell'UIC, escludendo l'utile dell'esercizio, era pari a 2.454 milioni.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* sono illustrati nella tavola 23.17.

Tavola 23.17

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.5) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali	15.259	7.314	540	7.856	30.969
Aumenti	16.499	4.727	1.052	14.208	36.486
Acquisti e spese incrementative (1)	—	4.727	1.052	14.208	19.987
Trasferimenti	16.499	—	—	—	16.499
Diminuzioni	-16.509	-5.746	-694	-16.892	-39.841
Ammortamenti	-16.509	-5.746	-694	—	-22.949
Trasferimenti	—	—	—	-16.499	-16.499
Altre variazioni	—	—	—	-393	-393
Consistenze finali	15.249	6.295	898	5.172	27.614

(1) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* sono illustrati nelle tavole 23.18 e 23.20. Nell'esercizio 2007 è stato ceduto un immobile a fini istituzionali.

Tavola 23.18

Immobilizzazioni materiali (immobili) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	
Consistenze iniziali lorde	3.257.141	1.460.111	382.057	177.088	5.276.397
Fondi di ammortamento	1.136.965	454.933	47.877	21.188	1.660.963
Consistenze iniziali nette	2.120.176	1.005.178	334.180	155.900	3.615.434
Aumenti	59.122	–	–	–	59.122
Acquisti e spese incrementative	1.864	–	–	–	1.864
Trasferimenti	57.258	–	–	–	57.258
Diminuzioni	-145.020	-6.706	-7.226	–	-158.952
Vendite e/o dismissioni (costo)	-32.461	-9.916	–	–	-42.377
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	11.803	3.210	–	–	15.013
Ammortamenti	-124.362	–	-7.226	–	-131.588
Consistenze finali nette	2.034.278	998.472	326.954	155.900	3.515.604
Fondi di ammortamento	1.249.524	451.723	55.103	21.188	1.777.538
Consistenze finali lorde	3.283.802	1.450.195	382.057	177.088	5.293.142

(1) A partire dall'esercizio 2006 i terreni, compresi quelli su cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento.

Tavola 23.19

Rivalutazioni degli immobili				
	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 <i>ex lege</i> 19 marzo 1983, n. 72	110	603	15	51
Rivalutazione <i>ex lege</i> 29 dicembre 1990, n. 408	143	628	60	148
Rivalutazione <i>ex lege</i> 30 dicembre 1991, n. 413	36	11	26	8
Rivalutazione <i>ex lege</i> 21 novembre 2000, n. 342	154	878	64	91
Rivalutazione <i>ex lege</i> 23 dicembre 2005, n. 266	159	1.581	69	126

La valutazione del patrimonio immobiliare della Banca alla fine dell'anno era di 3.925 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.537 milioni per quelli a garanzia del TQP.

Tavola 23.20

Immobilizzazioni materiali (altre) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immob.ni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali lorde	148.905	453.079	1.776	85.919	689.679
Fondi di ammortamento	116.042	332.153	–	–	448.195
Consistenze iniziali nette	32.863	120.926	1.776	85.919	241.484
Aumenti	5.677	41.155	54	5.365	52.251
Acquisti e spese incrementative	5.677	7.638	54	5.365	18.734
Trasferimenti	–	33.517	–	–	33.517
Diminuzioni	-7.091	-34.188	–	-90.785	-132.064
Vendite e/o dismissioni (costo)	-2.257	-11.669	–	–	-13.926
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	2.199	11.669	–	–	13.868
Ammortamenti	-7.031	-34.188	–	–	-41.219
Trasferimenti	–	–	–	-90.775	-90.775
Altre variazioni	-2	–	–	-10	-12
Consistenze finali nette	31.449	127.893	1.830	499	161.671
Fondi di ammortamento	120.874	354.672	–	–	475.546
Consistenze finali lorde	152.323	482.565	1.830	499	637.217

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.7) includono:

Tavola 23.21

Ratei e risconti (sottovoce 11.7) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
Ratei attivi	1.369.471	1.196.299	173.172
interessi da titoli obbligazionari in euro	1.195.407	1.061.170	134.237
interessi da operazioni di rifinanziamento	55.065	7.370	47.695
interessi da titoli in divisa	84.409	98.614	-14.205
interessi da attività diverse in divisa	34.542	29.097	5.445
altri	48	48	–
Risconti attivi	4.917	3.076	1.841
su spese di amministrazione	4.917	3.076	1.841
Totale	1.374.388	1.199.375	175.013

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.8, tav. 23.22) sono diminuite di 1.385 milioni per effetto:

- del recupero per 144 milioni delle imposte relative al riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04;
- del ricalcolo delle imposte sulla base dell'aliquota fiscale Ires del 27,5 per cento (in precedenza 33 per cento) che ha determinato un decremento netto delle imposte stesse di 1.255 milioni (di cui 1.253 milioni riferiti alle perdite fiscali degli esercizi 2002-04);
- dell'aumento per 14 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. In particolare, la riduzione dell'aliquota Ires dal 33 al 27,5 per cento e dell'aliquota ordinaria IRAP dal 4,25 al 3,9 per cento, stabilita dalla legge 244 del 2007, ha comportato la revisione delle imposte differite iscritte nei precedenti esercizi.

Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04. In particolare, la perdita del 2002 deriva dall'operazione di concambio ex lege 289 del 2002; quelle degli esercizi 2003 e 2004 da minusvalenze. Il regime di riporto di tali perdite è stabilito nell'art. 65 della legge 289 del 2002, come modificato dalla legge 248 del 2005, in virtù del quale esse sono compensabili 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). Nella sottovoce sono incluse anche le imposte differite passive per l'Ires, riconducibili prevalentemente ad ammortamenti anticipati.

Tavola 23.22

Imposte differite attive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2007				31.12.2006			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite attive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite attive
Perdita fiscale esercizio 2002	21.573.182	5.932.625	–	5.932.625	21.573.182	7.119.150	–	7.119.150
Perdita fiscale esercizio 2003	456.497	125.537	–	125.537	891.539	294.215	–	294.215
Perdita fiscale esercizio 2004	753.003	207.076	–	207.076	753.003	248.491	–	248.491
Oneri maturati per il personale e non erogati	72.242	19.866	–	19.866	70.116	23.138	–	23.138
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	183.650	50.504	8.726	59.230	139.345	45.984	7.040	53.024
di cui: rivalutazione ex lege n. 266/2005	160.867	44.238	7.644	51.882	115.578	38.141	5.839	43.980
Altre (3)	3.991	1.097	40	1.137	1.001	330	45	375
Totale	23.042.565	6.336.705	8.766	6.345.471	23.428.186	7.731.308	7.085	7.738.393
Imposte differite passive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2007				31.12.2006			
	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	21.775	5.988	1.035	7.023	5.963	1.967	301	2.268
Ammortamenti anticipati	100.742	27.704	4.788	32.492	121.302	40.030	6.129	46.159
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (5)	3.354	922	159	1.081	–	–	–	–
Totale	125.871	34.614 (4)	5.982	40.596	127.265	41.997(4)	6.430	48.427
(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 830 mila (886 mila per il 2006). – (4) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.8 <i>imposte differite attive</i> . Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 6.311 milioni (7.696 nel 2006). – (5) Ammortamenti sui maggiori valori fiscali derivanti dallo scorporo delle aree dai fabbricati istituzionali suscettibili di cambio di destinazione.								

I movimenti dell'anno delle imposte differite attive e passive sono illustrati nelle tavole 23.39 e 23.40 del *Commento alle voci del Conto economico*.

Tra le *diverse* (sottovoce 11.9), 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 crediti di imposta (e relativi interessi) riferiti a esercizi precedenti nonché da acconti per Ires e IRAP versati nel 2007.

Banconote in circolazione (voce 1 del passivo)

La circolazione, che rappresenta la quota (16,6 per cento) di circolazione dell'Eurosistema di pertinenza della Banca d'Italia (cfr. *Principi, criteri e schemi di bilancio*), è aumentata di 6.694 milioni (da 105.519 a 112.213). La circolazione effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, è aumentata di 8.730 milioni (da 119.728 a 128.458); la consistenza media, passata da 105.604 a 118.530 milioni, è cresciuta del 12 per cento, rispetto al 9 registrato nell'area dell'euro.

Passività in euro verso la Pubblica amministrazione e altre controparti (voce 4 del passivo)

La voce si riferisce in massima parte ai depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia. Tra i conti detenuti da controparti diverse dalla Pubblica amministrazione rileva, in particolare, quello dell'UIC.

Tavola 23.23

Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
4.1 Pubblica amministrazione	9.715.516	22.944.942	-13.229.426
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	9.672.253	22.294.786	-12.622.533
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	19.043	552.945	-533.902
4.1.3 altre passività	24.220	97.211	-72.991
4.2 altre controparti	165.861	18.836	147.025
Totale	9.881.377	22.963.778	-13.082.401

Rispetto al 2006, le disponibilità del Tesoro sono risultate in sensibile flessione sia nel saldo di fine esercizio sia nella consistenza media annua, che è passata da 30.722 a 21.483 milioni. Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, rispetto alla diminuzione del saldo di fine esercizio, ha presentato un aumento della consistenza media, da 256 a 326 milioni. Il saldo del conto corrente dell'UIC è passato da 18 a 165 milioni.

Passività in euro verso non residenti nell'area euro (voce 5 del passivo)

Comprendono:

- debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro per 64 milioni (57 nell'esercizio 2006) che si riferiscono pressoché interamente ai conti correnti di corrispondenza intestati alle banche centrali di Polonia ed Estonia per la partecipazione al sistema TARGET (cfr. *Rapporti intra Eurosistema*);

- *altre passività* per 25 milioni (32 nell'esercizio 2006) che riguardano principalmente conti detenuti da clientela ERMS (Eurosystem Reserve Management Services).

Le BCN possono offrire, per conto dell'Eurosistema e secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, servizi di gestione delle riserve in euro (servizi ERMS) a banche centrali di paesi che non hanno adottato l'euro e a organizzazioni internazionali.

Altre passività (voce 11 del passivo)

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 23.24

Altre passività (voce 11) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
11.1 vaglia cambiari	756.237	712.605	43.632
11.2 ratei e risconti	85.281	70.650	14.631
11.3 diverse	1.444.212	1.462.934	-18.722
<i>banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario</i>	753.426	808.133	-54.707
<i>passività del Fondo pensione complementare</i>	98.693	85.326	13.367
<i>altre partite</i>	592.093	569.475	22.618
Totale	2.285.730	2.246.189	39.541

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Tavola 23.25

Ratei e risconti (sottovoce 11.2) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
Ratei passivi	85.197	70.568	14.629
interessi su depositi di riserva	57.508	41.553	15.955
interessi su passività diverse in divisa	4.973	6.950	-1.977
interessi su conto disponibilità del Tesoro	20.186	20.259	-73
spese di amministrazione	2.529	1.804	725
altri	1	2	-1
Risconti passivi	84	82	2
fitti attivi	84	82	2
Totale	85.281	70.650	14.631

La sottovoce *diverse* (11.3) include, tra l'altro, le banconote in lire non ancora presentate per la conversione, al netto dei due acconti già riconosciuti al Tesoro a fronte dei biglietti che presumibilmente non verranno presentati per il cambio entro i termini di prescrizione.

L'articolo 87 della legge 289 del 2002 dispone che le banconote e le monete in lire possano essere convertite in euro presso le Filiali della Banca d'Italia non oltre il 28 febbraio 2012, fermi restando i termini di prescrizione fissati dalla legge 7 aprile 1997, n. 96. Sulla base del citato articolo 87 della legge 289 del 2002, sono stati riconosciuti all'Erario due acconti calcolati sulla base dell'ammontare stimato delle banconote in lire che si presumeva non venissero presentate per la conversione in euro entro il 28

febbraio 2012; tali acconti, tenendo conto delle banconote nel frattempo giunte a prescrizione e riconosciute al Tesoro in via definitiva, si ragguagliano a 662 milioni. Ove l'andamento delle conversioni dovesse eccedere quello stimato, la Banca procederà al regolamento del relativo importo con addebito nei confronti dell'Erario.

Accantonamenti e Fondo rischi generali (voce 12 e 14 del passivo)

Tavola 23.26

Accantonamenti (voce 12) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)							
	Fondo assicurazio- ne danni	Fondo imposte	accantonamenti diversi per il personale				Totale
			a garanzia del TQP	fondo oneri per il personale	per TFR del personale a contratto	sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	
A. Esistenze iniziali	309.874	412.430	5.571.380	94.546	1.980	1.992	6.392.202
B. Aumenti	–	226.819	23.636	73.704	63	93	324.315
Accantonamento dell'esercizio	–	226.819	23.636	73.704	63	93	324.315
Altre variazioni in aumento	–	–	–	–	–	–	–
C. Diminuzioni	–	-405.868	-66	-70.329	-216	-39	-476.518
Utilizzo nell'esercizio	–	-405.868	-66 (1)	-70.329	-216	-39	-476.518
Altre variazioni in diminuzione	–	–	–	–	–	–	–
D. Rimanenze finali	309.874	233.381	5.594.950	97.921	1.827	2.046	6.239.999

(1) Trasferimento al Fondo pensione complementare per i neoassunti che hanno aderito al Fondo medesimo.

La diminuzione 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 2006 e alimentato per quelle del 2007. L'aumento degli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) è il risultato:

- dell'alimentazione, per 24 milioni, degli accantonamenti a garanzia del TQP, che alla fine dell'anno ammontavano a 5.595 milioni (5.571 nel 2006). Di detto importo, la parte riferibile alle pensioni integrative era pari a 4.614 milioni mentre quella riguardante le indennità di fine rapporto si ragguagliava a 981 milioni;
- dell'aumento, per 3 milioni, del fondo oneri per il personale.

Il *fondo rischi generali* (voce 14) si è ridotto da 7.931 a 6.647 milioni in seguito all'utilizzo di 1.284 milioni, deliberato dal Consiglio superiore. Nei precedenti due esercizi il fondo era stato alimentato per circa 1,1 miliardi di euro, nell'ambito di un'azione di reintegro dopo che nel triennio 2002-04 il complesso dei fondi rischi della Banca era stato utilizzato per circa 4 miliardi per la copertura di minusvalenze.

Conti di rivalutazione (voce 13 del passivo)

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute e titoli (cfr. *Oro, attività e passività in valuta e Portafoglio titoli*).

Tavola 23.27

Conti di rivalutazione (voce 13) (migliaia di euro)				
	Consistenze al 31.12.2006	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze al 31.12.2007
Rivalutazioni da cambio	19.076.133		6.296.362	25.372.495
di cui: oro	18.628.821		6.743.646	25.372.467
attività nette in valuta	447.312		-447.298	14
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	–		14	14
Rivalutazioni da prezzo	4.366.242		237.078	4.603.320
di cui: titoli in valuta	23.884		206.272	230.156
titoli in euro della voce 7	2.282		-2.282	–
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	4.340.076		33.088	4.373.164
Rivalutazioni all'1.1.1999	3.965	-3.945	–	20
Totale	23.446.340	-3.945	6.533.440	29.975.835

Capitale e riserve (voce 15 del passivo)

La voce si compone come segue:

Tavola 23.28

Capitale e riserve (voce 15) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
15.1 Capitale sociale	156	156	–
15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)	11.757.789	11.229.490	528.299
ordinaria	5.827.829	5.573.990	253.839
straordinaria	5.929.960	5.655.500	274.460
15.3 Altre riserve	5.542.068	5.541.413	655
per rivalutazione monetaria ex lege 19.3.1983, n. 72	673.460	673.460	–
per rivalutazione ex lege 29.12.1990, n. 408	660.533	660.533	–
per rivalutazione ex lege 30.12.1991, n. 413	16.922	16.922	–
per rivalutazione ex lege 21.11.2000, n. 342	866.534	866.534	–
per rivalutazione ex lege 23.12.2005, n. 266	1.519.575	1.518.920	655
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	–
Totale	17.300.013	16.771.059	528.954

I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Tavola 23.29

Movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) (migliaia di euro)					
	Consistenze al 31.12.2006	Attribuzione utile 2006 ex art. 39 Statuto	Distribuzione ai partecipanti ex art. 40 Statuto (1)	Fruttato 2007 ex art. 40 Statuto	Consistenze al 31.12.2007
ordinaria	5.573.990	26.752	-26.620	253.707	5.827.829
straordinaria	5.655.500	26.752	-26.847	274.555	5.929.960
Totale	11.229.490	53.504	-53.467	528.262	11.757.789

(1) A valere sul fruttato dell'esercizio 2006.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è riportata nella tavola 23.30.

Tavola 23.30

Quote di partecipazione al capitale								
DETENTORI	A fine 2007				A fine 2006			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	60	299.934	100	582	63	299.493	100	664
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	53	253.434	84	461	56	252.993	84	543
<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	507	..	
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	6	66	..		6	66	..	
<i>Quote interessate da operazioni societarie</i>	–	–	–		–	441	..	
Totale	66	300.000	100	582	69	300.000	100	664

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

Il totale dei conti d'ordine del 2007 è pari a 324.200 milioni.

Tavola 23.31

Conti d'ordine (1) (migliaia di euro)			
	31.12.2007	31.12.2006	Variazioni
a) Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ns. vendite)	28.668.015	21.193.727	7.474.288
b) Titoli, valute e euro da ricevere (ns. acquisti)	–	859.155	-859.155
c) Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	30.405	–	30.405
d) Titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	–	29.800	-29.800
e) Debitori per titoli e valori da ricevere (ns. vendite futures in divisa)	–	–	–
f) Titoli e valori da ricevere (ns. acquisti futures in divisa)	62.224	4.072.893	-4.010.669
g) Depositi titoli a garanzia futures in divisa	13.586	15.186	-1.600
h) Debitori per operazioni connesse con la partecipazione all'FMI	379.183	390.492	-11.309
i) Titoli e altri valori in deposito presso l'Istituto e presso terzi (2)	280.673.541	250.656.373	30.017.168
j) Debitori per garanzie prestate (3)	14.373.292	12.451	14.360.841
Totale	324.200.246	277.230.077	46.970.169

(1) Compresi quelli del Fondo pensione complementare. – (2) Comprende il controvalore dell'oro trasferito alla BCE per la parte depositata presso la Cassa Generale. – (3) Comprende prestiti bancari a garanzia di operazioni di rifinanziamento.

In particolare:

- gli importi indicati ai punti da (a) a (d) si riferiscono a operazioni di acquisto e di vendita di attività contrattate prima della fine dell'esercizio e regolate successivamente. L'importo indicato al punto (a) include anche l'impegno verso la BCE per la vendita a termine di dollari connessa con il programma di rifinanziamento temporaneo in dollari *Term Auction Facility* (cfr. *Oro, attività e passività in valuta*), nonché vendite a termine di valuta (per 218 milioni) poste in essere per la co-

pertura dal rischio di cambio degli investimenti in divisa estera effettuati a fronte delle riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*);

- gli importi indicati ai punti (e) e (f) corrispondono al valore nozionale delle vendite e degli acquisti di contratti futures su tassi di interesse denominati in valuta estera ancora in essere alla fine dell'esercizio; l'ammontare dei depositi in titoli a garanzia dei menzionati contratti è invece riportato al punto (g);
- l'importo indicato al punto (h) riguarda gli impegni dell'Italia per finanziamenti da erogare nell'ambito delle iniziative previste dall'FMI.

Commento alle voci del Conto economico

L'utile netto è stato pari a 95 milioni (134 nel precedente esercizio).

Interessi attivi netti (voce 1)

Gli *interessi attivi netti* sono aumentati di 504 milioni (da 2.568 a 3.072 milioni).

Gli *interessi attivi* sono cresciuti sia per effetto del più elevato livello medio dei tassi di rendimento, sia per la maggiore consistenza media delle attività fruttifere in euro; sono risultati in aumento, ma in misura più contenuta, anche gli *interessi passivi*, essenzialmente in seguito al rialzo dei tassi di remunerazione.

Tavola 23.32

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni
su attività in euro	4.372.940	3.411.752	961.188
titoli	2.363.880	1.893.105	470.775
operazioni di rifinanziamento	771.526	535.934	235.592
saldi intra SEBC	1.206.070	950.916	255.154
diversi	31.464	31.797	-333
su attività in valuta estera	1.182.183	1.121.119	61.064
titoli	770.196	691.960	78.236
altre attività in valuta	369.519	377.807	-8.288
crediti verso l'FMI	42.468	51.352	-8.884
Totale	5.555.123	4.532.871	1.022.252

Nel dettaglio, tra gli interessi sulle attività in euro sono aumentati:

- gli interessi su titoli, che si riferiscono:
 - a) per 825 milioni (come per il 2006), ai titoli di Stato ricevuti dal concambio *ex lege* 289 del 2002;
 - b) per 1.539 milioni (1.068 nel 2006), ad altri titoli obbligazionari iscritti in parte tra i titoli immobilizzati e in parte tra quelli non immobilizzati; l'incremento è dovuto soprattutto alla maggiore consistenza media del portafoglio immobilizzato (da 28.881 a 38.950 milioni);

- gli interessi su operazioni di rifinanziamento principali (da 504 a 694 milioni), in relazione alla crescita dei tassi di interesse applicati a fronte di una consistenza media annua dell'aggregato di riferimento sostanzialmente in linea con il precedente esercizio (da 17.638 a 17.466 milioni). Sono in aumento anche gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (da 31 a 74 milioni), sia per il più elevato livello dei tassi di interesse, sia per la maggiore consistenza media delle attività (da 1.102 a 1.697 milioni);

Nel corso del 2007 il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato per due volte (in marzo e in giugno) il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo dal 3,50 al 4,00 per cento. Contestualmente, il Consiglio direttivo ha elevato della stessa misura sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi overnight presso le banche centrali, portandoli, rispettivamente, al 5,00 e al 3,00 per cento.

- gli interessi intra SEBC sui saldi TARGET a credito della Banca (da 775 a 961 milioni) e sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE (da 176 a 245 milioni). L'incremento riflette il rialzo dei tassi di rendimento che ha più che compensato l'effetto della riduzione della consistenza media dei saldi TARGET (da 26.893 a 23.800 milioni);

La remunerazione della posizione nei confronti della BCE connessa con l'operatività di TARGET è commisurata al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali; gli interessi sulla parte relativa alle posizioni delle banche centrali di Polonia e di Estonia (cfr. Commento alle voci dello Stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosystem) sono determinati sulla base del tasso applicato ai depositi overnight presso le banche centrali, analogamente alla remunerazione corrisposta sui conti detenuti da altre banche centrali non appartenenti all'area dell'euro. I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati in base all'ultimo tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Tale tasso viene ridotto del 15 per cento in quanto una parte delle riserve trasferite era rappresentata dall'oro, componente infruttifera.

Tra gli interessi su attività in valuta estera, in particolare, sono aumentati quelli su titoli, soprattutto per i più elevati tassi di rendimento.

Gli interessi sulle attività finanziarie a investimento 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).

Tavola 23.33

Interessi passivi (sottovoce 1.2) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni
su passività in euro	2.423.089	1.884.193	538.896
disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	1.015.107	1.165.408	-150.301
fondo per l'ammortamento titoli di Stato	11.423	6.498	4.925
depositi di riserva in conto corrente	844.036	503.822	340.214
saldi intra SEBC	512.573	205.409	307.164
diversi	39.950	3.056	36.894
su passività in valuta estera	59.564	80.405	-20.841
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	31.855	30.090	1.765
diversi	27.709	50.315	-22.606
Totale	2.482.653	1.964.598	518.055

Tra gli interessi su passività in euro, in particolare:

- sono diminuiti gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, per la flessione della consistenza media annua del conto (da 30.722 a 21.483 milioni), il cui effetto è stato solo in parte compensato dall'aumento del tasso medio di remunerazione;
- sono aumentati gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente, per effetto della crescita sia del tasso medio di remunerazione sia della consistenza media annua dei depositi (da 17.544 a 21.185 milioni);
- si sono incrementati gli interessi sui saldi intra SEBC, che si riferiscono pressoché per intero alla remunerazione dei saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, per effetto sia del rialzo dei tassi di interesse applicati, sia della maggiore consistenza media dell'aggregato di riferimento (cfr. *Commento alle voci dello Stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*);
- sono cresciuti gli interessi diversi, in relazione soprattutto all'incremento di quelli relativi ai depositi a tempo determinato (passati da 0,7 a 34 milioni).

Il conto disponibilità del Tesoro è remunerato dalla Banca semestralmente, a un tasso uguale a quello medio dei BOT emessi nel semestre di riferimento. Gli interessi del 2007 comprendono quelli integrativi, pari a 157 milioni (181 nell'esercizio precedente), riconosciuti al Tesoro ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico), in quanto il tasso di riferimento per la remunerazione del conto è risultato inferiore al rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza (invariati a 3 miliardi).

Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è remunerato dalla Banca a un tasso uguale a quello medio dei BOT emessi nel semestre precedente a quello di riferimento.

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.

I saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono remunerati al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali.

Sul conto corrente dell'UIT, come previsto dalla relativa convenzione, è stato applicato il tasso stabilito nell'ambito dell'Eurosistema per i depositi overnight.

Tra gli interessi su passività in valuta, in particolare, sono diminuiti gli interessi passivi diversi, riferibili essenzialmente a operazioni temporanee su titoli in dollari, a motivo della minore consistenza media dell'aggregato di riferimento.

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)

Il risultato del 2007 comprende in particolare:

- perdite da negoziazione in cambi (58 milioni) originate da vendite di sterline e franchi svizzeri, poste in essere nell'ambito di un'azione di ricomposizione delle riserve valutarie in favore delle attività in yen; è stato positivo, invece, il risultato da negoziazione in titoli (22 milioni);

Gli utili su altre operazioni finanziarie si riferiscono al compenso liquidato periodicamente alla Banca sulle operazioni di prestito titoli in valuta estera, effettuate nell'ambito della procedura automatica automated securities lending program avviata nel corso del 2006 con il conferimento di uno specifico mandato a un intermediario specializzato per lo svolgimento di operazioni della specie di durata overnight e garantite dall'intermediario stesso.

- svalutazioni di attività e posizioni finanziarie derivanti, in particolare, dalla valutazione ai cambi di fine esercizio di dollari (1.295 milioni), sterline (363 milioni), yen (135 milioni), DSP (110 milioni) e franchi svizzeri (7 milioni);
- l'utilizzo del fondo rischi generali per 1.284 milioni.

Tavola 23.34

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni (1)
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	-33.770	-22.830	-10.940
utili/perdite da negoziazione in titoli	22.260	-34.090	56.350
utili/perdite da negoziazione in cambi	-57.716	18.107	-75.823
utili/perdite su contratti derivati in valuta estera	-1.347	-7.517	6.170
utili/perdite su altre operazioni in valuta estera	3.033	670	2.363
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-1.910.094	-338.089	-1.572.005
da cambio	-1.909.579	-287.236	-1.622.343
da prezzo			
titoli in valuta	-515	-44.242	43.727
titoli in euro	-	-6.611	6.611
Accantonamenti (-) e utilizzi (+) del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	1.284.000	-396.000	1.680.000
Totale	-659.864	-756.919	97.055
(1) La variazione negativa evidenzia minori utili o maggiori perdite/svalutazioni; quella positiva maggiori utili o minori perdite/svalutazioni.			

Risultato netto da tariffe e commissioni (voce 3)

Il risultato netto è in linea con il precedente esercizio (4 milioni), a fronte di una riduzione di pari ammontare sia delle *tariffe e commissioni attive* (da 26 a 24 milioni) sia di quelle *passive* (da 22 a 20 milioni). Le *tariffe e commissioni attive* comprendono, in particolare: le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di enti del settore pubblico (3 milioni), le tariffe dovute dai partecipanti al sistema BI-Rel (7 milioni), le tariffe per i servizi di Correspondent Central Banking Model (3 milioni), nonché quelle per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (3 milioni) e per le dichiarazioni sostitutive di protesto (5 milioni). Le *tariffe e commissioni passive* si riferiscono per 14 milioni alla commissione riconosciuta all'UIC per la gestione delle riserve valutarie effettuata sino al 30 novembre 2007.

Rendite da partecipazioni (voce 4)

Le *rendite da partecipazioni* sono riconducibili al reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC e al capitale della BCE. L'utile dell'Ufficio imputato al conto economico è sostanzialmente in linea con l'esercizio precedente (1 milione); nessun dividendo è stato invece erogato dalla BCE, analogamente al 2006. L'aumento della voce (da 1 a 13 milioni) riflette esclusivamente il riconoscimento alla Banca d'Italia di una quota di patrimonio netto della BCE a seguito della diminuzione della partecipazione nel capitale di quest'ultima determinata dall'ingresso di nuove banche centrali nel SEBC (cfr. *Commento alle voci dello Stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosystem*).

Anche per il bilancio 2007 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di assegnare a un fondo destinato a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro l'intero risultato lordo dell'anno, pari a 286 milioni; a tale risultato ha concorso anche il reddito da signoraggio della BCE (pari a 2.004 milioni dei quali 361 riferibili all'Istituto) che non è stato distribuito alle BCN dell'Eurosistema. In seguito al cennato accantonamento, il bilancio della BCE dell'esercizio 2007 si è chiuso in pareggio e nessun dividendo verrà pertanto riconosciuto alle banche centrali dell'Eurosistema (cfr. Principi, criteri e schemi di bilancio).

Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario (voce 5)

Il risultato è stato positivo per 48 milioni (15 milioni nel 2006).

Il risultato del 2007 rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato, 4.126,3 milioni, e quello redistribuito, 4.174,8 milioni. Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette earmarkable) detenute in contropartita delle passività di riferimento (liability base). La liability base di ciascuna BCN è costituita da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; passività (nette) intra Eurosistema risultanti dalle transazioni TARGET; passività (nette) intra Eurosistema 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 da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosistema (netti) relativi alla posizione TARGET; 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. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso medio di rendimento del totale delle attività earmarkable di tutte le BCN. Dal 2008 è previsto, invece, l'utilizzo dell'ultimo tasso marginale applicato alle 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.

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6)

L'aumento è dovuto principalmente alla crescita degli interessi su titoli determinata sia dai più elevati tassi di rendimento, sia dalla maggiore consistenza media degli investimenti; diminuiscono invece gli utili realizzati su cessioni di titoli azionari iscritti nel comparto non immobilizzato e aumentano le svalutazioni, in particolare del comparto azionario.

Tavola 23.35

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni
Interessi attivi	991.121	807.170	183.951
riserve statutarie	320.385	263.121	57.264
altre riserve, accantonamenti e fondi	670.736	544.049	126.687
Dividendi da azioni e partecipazioni	305.436	297.743	7.693
riserve statutarie	169.032	170.525	-1.493
altre riserve, accantonamenti e fondi	136.404	127.218	9.186
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	85.709	139.613	-53.904
riserve statutarie	63.069	133.226	-70.157
altre riserve, accantonamenti e fondi	22.640	6.387	16.253
Svalutazioni	-43.315	-1.849	-41.466
riserve statutarie	-26.495	-1.334	-25.161
altre riserve, accantonamenti e fondi	-16.820	-515	-16.305
Altre componenti - riserve statutarie	2.271	2	2.269
Totale	1.341.222	1.242.679	98.543

Altri utilizzi dei fondi e altre rendite (voci 7 e 8)

Nel 2007 sono stati utilizzati per 4 milioni i conti di rivalutazione su titoli e valute costituiti all'inizio della terza fase della UEM.

Il dettaglio delle *altre rendite* è riportato di seguito:

Tavola 23.36

Altre rendite (voce 8) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	22.149	21.440	709
Procedure, studi e progettazioni completate	10.434	10.036	398
Diverse	29.161	20.960	8.201
Totale	61.744	52.436	9.308

L'incremento delle rendite diverse è ascrivibile in massima parte ai maggiori utili conseguiti a seguito della cessione di immobili (da 2 a 7 milioni).

Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (voce 9)

Come previsto dall'art. 40 dello Statuto, i redditi degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono attribuiti alle riserve stesse. L'attribuzione dell'esercizio 2007 è diminuita rispetto al 2006 da 566 a 528 milioni per effetto dei minori utili da negoziazione e delle svalutazioni, che hanno interessato principalmente il comparto azionario, solo in parte compensati dal positivo andamento della componente interessi (per il dettaglio cfr. *Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*).

Spese e oneri diversi (voce 10)

Le *spese e oneri diversi* comprendono:

Tavola 23.37

Spese e oneri diversi (voce 10) (migliaia di euro)			
	2007	2006	Variazioni
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio	629.873	633.760	-3.887
Altre spese relative al personale	40.496	44.799	-4.303
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	97.496	101.855	-4.359
TQP	23.636	30.349	-6.713
oneri maturati e non ancora erogati	73.704	71.005	2.699
altri	156	501	-345
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	292.441	367.992	-75.551
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	2.889	1.826	1.063
Spese di amministrazione	400.569	402.894	-2.325
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	195.756	194.271	1.485
Altre spese	27.424	20.199	7.225
Totale	1.686.944	1.767.596	-80.652

La riduzione delle *pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* è stata determinata dalle minori indennità liquidate (da 166 a 86 milioni) per il decremento del numero di cessazioni determinatosi nel 2007.

La spesa per il personale (ivi compreso quello a contratto) nelle sue componenti di stipendi (inclusi gli emolumenti per prestazioni straordinarie) e oneri accessori, accantonamenti per oneri maturati e non ancora erogati e altre spese per il personale (comprese quelle relative a diarie per missioni e trasferimenti) si è ragguagliata a 736 milioni con una lieve riduzione rispetto all'anno precedente (741 milioni). Il numero medio dei dipendenti, pari a 7.488, si è ridotto di 380 unità (7.868 nel 2006). La spesa media pro capite per stipendi e oneri accessori per il personale in servizio è pari a 84,1 mila euro, che si eleva a 98,3 mila considerando tutte le altre componenti di costo sopra indicate.

Il dato medio del 2006 è pari rispettivamente a 80,5 e a 94,2 mila euro.

Tavola 23.38

Compagine del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2007	2006	2007	2006
Direttiva	1.902	1.970	25,5	25,1
Operativa	4.465	4.704	59,9	60,0
Servizi generali e di sicurezza	603	662	8,1	8,5
Operaia	486	498	6,5	6,4
Totale	7.456	7.834	100,0	100,0
Personale a contratto	32	34		

Le *spese di amministrazione* hanno registrato una flessione di 2 milioni; al loro interno sono aumentati di 3 milioni (da 88 a 91) gli oneri per i servizi di sicurezza e scorta valori; di 2 milioni (da 23 a 25) le spese per il noleggio di macchinari; di 7 milioni (da 25 a 32) i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno; di 2 milioni (da 22 a 24) i costi per l'assistenza sistemistica. Sono diminuite, invece, di 10 milioni (da 64 a 54) le spese di manutenzione degli immobili e di 6 milioni (da 7 a 1) i costi per materiali connessi alla produzione delle banconote. Sono rimasti sostanzialmente stabili (da 25 a 26 milioni) gli oneri per le materie prime necessarie per la produzione delle banconote.

Sopravvenienze e insussistenze (voce 12)

Le *sopravvenienze attive e insussistenze del passivo* sono aumentate di 37 milioni (da 6 a 43) in relazione soprattutto alla definitiva acquisizione da parte della Banca d'Italia di somme (40 milioni) restituite dalle banche beneficiarie di anticipazioni ex DM 1974 attivate sulla base della legge 19 novembre 1996, n. 588. Le *sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo* sono state pari a 7 milioni (4 nel 2006).

Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (voce 13)

Le imposte di competenza dell'esercizio, pari a 1.610 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 *Commento alle voci dello Stato patrimoniale: Altre attività*).

In particolare, l'Ires dell'esercizio è riferibile per 143,7 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte, per 143,7 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile dell'anno e per 1.255 milioni alla riduzione delle attività per imposte differite determinata dall'abbassamento dell'aliquota fiscale dal 33 al 27,5 per cento; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita ha determinato un minore onere per 12 milioni. Nel complesso, l'Ires dell'anno ammonta a 1.530 milioni (543 nel 2006).

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 80 milioni (126 nel 2006), quale risultante di 82 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 2 milioni per variazioni della fiscalità differita. Per l'analisi delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, cfr. *Commento alle voci dello Stato patrimoniale: Altre attività*.

Tavola 23.39

Imposte differite attive - movimenti (migliaia di euro)			
	Ires	IRAP	Totale
1. Importo iniziale	7.731.308	7.085	7.738.393
2. Aumenti	33.119	2.214	35.333
2.1 Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	33.119	2.214	35.333
2.2 Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	—	—	—
2.3 Altri aumenti	—	—	—
3. Diminuzioni	-1.427.722	-533	-1.428.255
3.1 Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-166.978	-119	-167.097
- di cui relative a perdite fiscali di esercizi precedenti	-143.705	—	-143.705
3.2 Riduzioni di aliquote fiscali	-1.260.744	-414	-1.261.158
- di cui relative a perdite fiscali di esercizi precedenti	-1.253.047	—	-1.253.047
3.3 Altre diminuzioni	—	—	—
4. Importo finale	6.336.705	8.766	6.345.471

Tavola 23.40

Imposte differite passive - movimenti (migliaia di euro)			
	Ires (1)	IRAP	Totale
1. Importo iniziale	41.997	6.430	48.427
2. Aumenti	8.212	1.419	9.631
2.1 Imposte differite rilevate nell'esercizio	8.212	1.419	9.631
2.2 Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	—	—	—
2.3 Altri aumenti	—	—	—
3. Diminuzioni	-15.595	-1.867	-17.462
3.1 Imposte differite annullate nell'esercizio	-10.315	-1.579	-11.894
3.2 Riduzioni di aliquote fiscali	-5.280	-288	-5.568
3.3 Altre diminuzioni	—	—	—
4. Importo finale	34.614	5.982	40.596

(1) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.8 *imposte differite attive*. Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 6.311 milioni (7.696 nel 2006).

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 95.156.804 conseguito nell'esercizio 2007 venga così ripartito:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	19.031.361
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	19.031.361
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	<u>57.078.482</u>
TOTALE	<u>95.156.804</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 56.148.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2006.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 56.163.600 pari a 187,212 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Mario Draghi

24. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTOQUATTORDICESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2007

Signori Partecipanti,

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2007 della Banca d'Italia, redatto secondo i principi e i criteri contabili e di valutazione, deliberati dal Consiglio Superiore e da noi condivisi, analiticamente illustrati nella nota integrativa.

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2007 è conforme ai principi e ai criteri contabili e di valutazione indicati nella nota integrativa. Gli stessi sono aderenti alle norme vigenti e riflettono, in particolare, le regole contabili armonizzate dettate dal Consiglio direttivo della BCE e recepite ai fini della rendicontazione di esercizio ai sensi dell'art. 8 del D.Lgs. 10 marzo 1998, n. 43.

La contabilità è tenuta regolarmente secondo principi e regole conformi alle norme vigenti. Le singole poste di bilancio, oggetto di verifica anche da parte della società di revisione, sono state da noi confrontate con le risultanze contabili e trovate a queste conformi.

L'iscrizione nello stato patrimoniale delle imposte differite attive, originatesi prevalentemente dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli anni 2002-2004, si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto – di recuperarne fiscalmente l'intero ammontare. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le attività per imposte differite si riducono di 1.385 milioni (da 7.696 a 6.311 milioni) per effetto, in particolare, della nuova aliquota Ires (27,5 per cento rispetto alla precedente del 33 per cento) introdotta dalla legge 24 dicembre 2007, n. 244.

Il Consiglio Superiore ha deliberato l'utilizzo del fondo rischi generali per 1.284 milioni.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente. In particolare, gli "accantonamenti a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale" tengono conto sia delle riserve matematiche corrispondenti alla situazione del personale avente titolo e a quella dei pensionati, sia delle indennità di fine rapporto maturate nell'anno dai dipendenti che ne hanno titolo.

Il bilancio che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività	€ 244.376.425.611
Passività	€ 226.981.255.509
Capitale e riserve	€ 17.300.013.298
Utile netto dell'esercizio	€ <u>95.156.804</u>

I conti d'ordine, pari a 324.200.245.943 euro, rappresentano i depositi in titoli e in valori diversi e gli impegni e rischi (per acquisti e vendite a pronti e a termine di titoli e valori diversi), in valuta e in euro.

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.....	€	19.031.361
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	€	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	€	19.031.361
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	€	6.240
– allo Stato, il residuo di	€	<u>57.078.482</u>
Totale	€	<u>95.156.804</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 56.148.000 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 2006.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007 abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio Superiore e abbiamo eseguito le verifiche ed 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 2007 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa, assieme alla proposta di ripartizione dell'utile ed a quella dell'assegnazione aggiuntiva al capitale ai sensi dell'art. 40 dello Statuto.

IL COLLEGIO SINDACALE

ANGELO PROVASOLI (PRESIDENTE)

GIOVANNI FIORI

ELISABETTA GUALANDRI

GIAN DOMENICO MOSCO

DARIO VELO

**DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ
CONTROLLATE E COLLEGATE**

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2007

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2007	31.12.2006
A Crediti verso Soci per versamenti ancora dovuti	—	—
B Immobilizzazioni		
I <i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
1 Costi di impianto e di ampliamento	—	—
2 Costi di ricerca di sviluppo e pubblicità	—	—
3 Diritti di brevetti industriali	—	—
4 Concessioni, licenze, marchi	—	—
5 Avviamento	—	—
6 Immobilizzazioni in corso ed acconti	—	—
7 Altre spese da ammortizzare	—	—
Totale	—	—
II <i>Immobilizzazioni materiali</i>		
1 Terreni e fabbricati	78.935.330	103.495.553
2 Impianti e macchinari	4.627	6.088
3 Attrezzature industriali e commerciali	—	—
4 Altri beni	118.918	114.570
5 Immobilizzazioni in corso ed acconti	—	—
Totale	79.058.875	103.616.211
III <i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
1 Partecipazione in imprese controllate, collegate, altre	—	—
2 Crediti v/imprese controllate, collegate, controllanti, altre	—	—
3 Altri titoli	—	—
4 Azioni proprie	—	—
Totale	—	—
Totale immobilizzazioni	79.058.875	103.616.211
C Attivo circolante		
I <i>Rimanenze</i>		
1 Materie prime, sussidiarie e di consumo	—	—
2 Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	—	—
3 Lavori in corso su ordinazione	—	—
4 Prodotti finiti e merci	—	—
5 Acconti	—	—
Totale	—	—
II <i>Crediti</i>		
1 Verso clienti (esigibili entro l'esercizio successivo)	5.009.083	167.906
Verso clienti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	14.414.200	14.000
2 Verso imprese controllate	—	—
3 Verso imprese collegate	—	—
4 Verso controllanti	—	—
4bis Crediti tributari (esigibili entro l'esercizio successivo)	—	80.382
4ter Imposte anticipate (esigibili entro l'esercizio successivo)	1.261.711	1.210.951
5 Verso altri (esigibili entro l'esercizio successivo)	330.296	232.315
Totale	21.015.290	1.705.554
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
1 Partecipazioni in imprese controllate	—	—
2 Partecipazioni in imprese collegate	—	—
3 Partecipazioni in imprese controllanti	—	—
4 Altre partecipazioni	—	—
5 Azioni proprie	—	—
6 Altri titoli	—	—
Totale	—	—
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1 Depositi bancari e postali	59.498.221	37.963.080
2 Assegni	—	—
3 Denaro e valori in cassa	299	516
Totale	59.498.520	37.963.596
Totale attivo circolante	80.513.810	39.669.150
D Ratei, risconti e disaggio		
1 Ratei attivi	14.784	54.221
2 Risconti attivi	204.031	227.511
3 Disaggio su prestiti	—	—
Totale ratei e risconti	218.815	281.732
Totale attivo	159.791.500	143.567.093

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2007

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2007	31.12.2006
A Patrimonio netto		
I Capitale	107.000.000	107.000.000
II Riserva sovrapprezzo azioni	—	—
III Riserve di rivalutazione		
1 Saldo attivo di rivalutazione monetaria ex-lege 72/83	6.341.456	6.341.456
2 Fondo di rivalutazione ex-lege 413/91	10.326.848	10.326.848
IV Riserva legale	1.739.305	1.514.881
V Riserve statutarie	—	—
VI Riserva per azioni proprie in portafoglio	—	—
VII Altre riserve		
1 Riserva straordinaria	7.607.888	7.607.890
2 Riserva disponibile	—	—
VIII Utili (perdite) portati a nuovo	—	—
IX Utile (perdita) dell'esercizio	8.533.579	2.244.237
Totale patrimonio netto	141.549.076	135.035.312
B Fondi per rischi ed oneri		
1 Per trattamento di quiescenza e simili	—	—
2 Per imposte anche differite	2.945.782	607.950
3 Altri (manutenzioni immobili)	3.476.000	2.914.000
Totale fondi per rischi ed oneri	6.421.782	3.521.950
C Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	317.008	284.457
D Debiti		
1 Obbligazioni	—	—
2 Obbligazioni convertibili	—	—
3 Debiti verso soci per finanziamenti	—	—
4 Debiti verso banche	—	—
5 Debiti verso altri finanziatori	—	—
6 Acconti	59.990	217.000
7 Debiti verso fornitori	803.143	778.696
8 Debiti rappresentati da titoli di credito	—	—
9 Debiti verso imprese controllate	—	—
10 Debiti verso imprese collegate	—	—
11 Debiti verso controllanti	—	—
12 Debiti tributari	9.110.008	2.459.526
13 Debiti verso Istituti di previdenza e sicurezza sociale	38.520	36.733
14 Altri debiti		
— altri	170.454	139.313
— depositi cauzionali	836.838	807.425
— interessi su depositi cauzionali	17.639	16.438
Totale debiti	11.036.592	4.455.131
E Ratei, risconti e aggio		
1 Ratei passivi	463.870	267.835
2 Risconti passivi	3.172	2.408
3 Aggio su prestiti	—	—
Totale ratei e risconti	467.042	270.243
Totale patrimonio netto e passivo	159.791.500	143.567.093
CONTI D'ORDINE		
Impegni assunti da terzi	19.695.665	724.736
Impegni assunti verso terzi	—	—
Garanzie ipotecarie	—	—
Totale conti d'ordine	19.695.665	724.736

CONTO ECONOMICO

	(importi in euro)	
	2007	2006
A Valore della produzione		
1 Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.226.404	8.716.277
2 Variazioni delle rimanenze di semilavorati e finiti	–	–
3 Variazione dei lavori in corso su ordinazione	–	–
4 Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	–	–
5 Altri ricavi e proventi	39.044	40.514
Totale (A)	8.265.448	8.756.791
B Costi della produzione		
6 Materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	–	–
7 Servizi	2.964.197	2.760.866
8 Godimento di beni di terzi	26.063	28.095
9 Personale		
a salari e stipendi	361.598	362.247
b oneri sociali	89.447	89.190
c trattamento di fine rapporto	33.641	30.737
d trattamento di quiescenza e simili	–	–
e altri costi	2.305	2.257
10 Ammortamenti e svalutazioni		
a ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	–	–
b ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	921.942	921.681
c altre svalutazioni delle immobilizzazioni	–	–
d svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	60.000	35.000
11 Variazione rimanenze materie prime, di consumo e merci	–	–
12 Accantonamenti per rischi	–	–
13 Altri accantonamenti	1.085.437	847.826
14 Oneri diversi di gestione	877.862	1.076.050
Totale (B)	6.422.492	6.153.949
Differenza tra valore e costi della produzione (A–B)	1.842.956	2.602.842
C Proventi ed oneri finanziari		
15 Proventi da partecipazioni	–	–
16 Altri proventi finanziari		
a da crediti iscritti nelle immobilizzazioni	–	–
b da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	–	–
c da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	–	–
d proventi diversi dai precedenti	1.715.849	1.145.609
17 Interessi ed altri oneri finanziari		
a altri interessi	-306	-173
b interessi su debiti a lungo termine	–	–
c oneri finanziari su depositi cauzionali inquilini	-18.453	-17.095
17 bis Utili e perdite su cambi	–	–
Totale (C)	1.697.090	1.128.341

CONTO ECONOMICO

	(importi in euro)	
	2007	2006
D Rettifiche di valore di attività finanziarie		
18 Rivalutazioni		
a di partecipazioni	–	–
b di immobilizzazioni finanziarie	–	–
c di titoli iscritti all'attivo circolante	–	–
19 Svalutazioni		
a di partecipazioni	–	–
b di immobilizzazioni finanziarie	–	–
c di titoli iscritti all'attivo circolante	–	–
Totale (D)	–	–
E Proventi ed oneri straordinari		
20 Proventi		
a plusvalenze su alienazione immobilizzazioni	10.425.604	766.466
b utilizzo fondo rischi tassato	–	–
c altri proventi	123.216	78.544
21 Oneri straordinari		
a minusvalenze su alienazione immobilizzazioni	–	–
c altri oneri	-9.637	-2.328
Totale (E)	10.539.183	842.682
Risultato prima delle imposte (A–B+C+D+E)	14.079.229	4.573.865
22 Imposte sul reddito dell'esercizio		
a imposte correnti	-3.258.578	-2.504.903
b imposte differite e anticipate	-2.287.072	175.275
23 UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	8.533.579	2.244.237

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2007

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	31.12.2007	31.12.2006
Attivo non corrente		
Immobilizzazioni materiali	129.599	127.328
Investimenti immobiliari	11.507	9.956
Attività biologiche	2.595	2.507
Immobilizzazioni immateriali	3	3
Attività finanziarie disponibili per la vendita	6.337	7.299
Crediti	62	62
Totale attivo non corrente	150.103	147.155
Attivo Corrente		
Rimanenze	2.158	1.727
Attività biologiche	1.241	821
Crediti verso clienti	527	481
Altre attività correnti	2.009	2.307
Crediti per imposte anticipate	–	2
Disponibilità liquide	131	2.050
Totale attivo corrente	6.066	7.389
Totale attivo	156.169	154.544
PASSIVO		
Patrimonio netto		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserva di Fair Value	2.986	3.244
Altre riserve	2.936	2.936
Utili indivisi	96.810	96.741
Utile (perdita) dell'esercizio	6.022	524
Totale patrimonio netto	114.548	109.239
Passivo non corrente		
Fondo imposte e imposte differite	36.766	40.764
Fondo T.F.R.	494	516
Finanziamenti a lungo termine	1.415	970
Altri fondi	40	40
Altri debiti non correnti	54	50
Totale passivo non corrente	38.769	42.339
Passivo corrente		
Debiti verso fornitori	284	762
Finanziamenti a breve termine	1.025	1.181
Altri debiti	1.543	1.022
Totale passivo corrente	2.852	2.965
Totale passivo	156.169	154.544

CONTO ECONOMICO		
COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2007	2006
Ricavi delle vendite	6.813	5.793
Variazioni rimanenze prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	757	-344
Altri ricavi	2.648	2.419
Incrementi per lavori interni	430	582
VALORE DELLA PRODUZIONE	10.648	8.451
COSTI OPERATIVI		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-93	22
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	1.848	1.849
Costi per servizi e godimento beni di terzi	1.871	1.794
Costi per il personale	2.768	2.799
Ammortamenti e svalutazioni	760	654
Accantonamenti per rischi e oneri	12	12
Altri costi operativi	976	916
TOTALE	8.142	8.046
RISULTATO OPERATIVO	2.506	404
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	429	439
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	2.935	843
Imposte sul reddito del periodo (di cui non ricorrenti € 4.056)	3.087	-319
RISULTATO DEL PERIODO	6.022	524
Utile per azione (in Euro):		
– base	1,07058	0,0932
– diluito	1,07058	0,0932

**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 2007. Nella redazione del bilancio l'Istituto è tenuto all'osservanza dei principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa. La responsabilità della redazione del bilancio 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 gli statuiti principi di revisione. 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 2007.
- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2007 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 decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 ha disposto, a far tempo dal 1° gennaio 2008, il trasferimento alla Banca d'Italia delle competenze e dei poteri dell'Ufficio Italiano dei Cambi (di seguito "UIC") e la contestuale soppressione dell'UIC. Gli effetti contabili della confluenza avranno impatto sul bilancio 2008 dell'Istituto.
 - (b) 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 parzialmente utilizzato a beneficio del conto economico dell'esercizio.
 - (c) 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 ad esse relativi.

Roma, 27 maggio 2008

PricewaterhouseCoopers SpA


Lorenzo Rini Prato
(Revisore contabile)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2007

DIRETTORIO

Mario DRAGHI	- GOVERNATORE
Fabrizio SACCOMANNI	- DIRETTORE GENERALE
Antonio FINOCCHIARO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Ignazio VISCO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Giovanni CAROSIO	- VICE DIRETTORE GENERALE

CONSIGLIERI SUPERIORI

Paolo BLASI	Giovanni MONTANARI
Paolo DE FEO	Ignazio MUSU
Giampaolo de FERRA	Gavino PIRRI
Lodovico PASSERIN D'ENTREVES	Stefano POSSATI
Paolo LATERZA	Nicolò SCAVONE
Rinaldo MARSANO	Giordano ZUCCHI
Cesare MIRABELLI	

COLLEGIO SINDACALE

Angelo PROVASOLI - PRESIDENTE	
Giovanni FIORI	Gian Domenico MOSCO
Elisabetta GUALANDRI	Dario VELO

SINDACI SUPPLEMENTI

Lorenzo DE ANGELIS	Sandro SANDRI
--------------------	---------------

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Giancarlo MORCALDO	- DIRETTORE CENTRALE CON COMPITI DI ALTA CONSULENZA PER IL GOVERNATORE
Mario MELONI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA ORGANIZZAZIONE E LOGISTICA
Francesco Maria FRASCA	- DIRETTORE CENTRALE CON COMPITI DI STUDIO DELLE ISTITUZIONI DELL'ECONOMIA
Paolo PICCIALLI	- SEGRETARIO GENERALE
Anna Maria TARANTOLA	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA CREDITIZIA E FINANZIARIA CON INTERIM PER L'AREA BILANCIO E CONTROLLO
Franco PASSACANTANDO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE E MERCATI CON INTERIM PER L'AREA SISTEMA DEI PAGAMENTI E TESORERIA
Matilde Carla PANZERI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA CIRCOLAZIONE MONETARIA
Alberto Mario CONTESSA	- DIRETTORE CENTRALE CON COMPITI DI ALTA CONSULENZA AL DIRETTORIO IN MATERIA DI SVILUPPO DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA

DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA

Alle ore 10.40, il Governatore prof. Mario Draghi, quale Presidente dell'Assemblea, dichiara aperta la seduta.

Sono presenti i Signori:

- prof. Vittorio Grilli, Direttore Generale del Tesoro, in rappresentanza del Ministro dell'Economia e delle Finanze;
- dott. Fabrizio Saccomanni, Direttore Generale della Banca d'Italia;
- dott. Antonio Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia;
- dott. Ignazio Visco, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia;
- dott. Giovanni Carosio, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia.

Sono altresì presenti i Consiglieri Superiori: prof. Paolo Blasi, prof. avv. Giampaolo de Ferra, dott. Lodovico Passerin d'Entreves, avv. Paolo Laterza, ing. Rinaldo Marsano, prof. Cesare Mirabelli, dott. Giovanni Montanari, prof. Ignazio Musu, avv. Gavino Pirri, sig. Stefano Possati, ing. Nicolò Scavone, dott. Giordano Zucchi;

nonché i Sindaci: prof. Angelo Provasoli - Presidente, prof.ssa Elisabetta Gualandri, prof. Giovanni Fiori, prof. Gian Domenico Mosco, prof. Dario Velo.

Il Governatore invita il notaio dott. Paolo Castellini a redigere il verbale ai sensi dell'art. 12 dello Statuto e quindi, a seguito degli accertamenti eseguiti dal notaio stesso, dichiara che l'Assemblea è legalmente costituita. I partecipanti intervenuti in via definitiva risultano in numero di 52, rappresentanti n. 281.536 quote di partecipazione, aventi diritto a n. 516 voti.

Vengono designati il dott. Alessandro Del Castello, nato a Sulmona il 26 agosto 1957 e il dott. Gabriele Grasso, nato a Roma il 21 dicembre 1951, ad assolvere le funzioni di delegati per la firma del verbale.

Esaurite le operazioni preliminari, il Governatore invita l'Assemblea a passare allo svolgimento degli argomenti posti all'ordine del giorno pubblicato, ai sensi dell'art. 6 dello Statuto della Banca, sul Foglio delle Inserzioni della Gazzetta Ufficiale n. 55, Parte II, del giorno 10 maggio 2008:

- 1) Relazione del Governatore;
- 2) Relazione del Collegio sindacale;
- 3) Approvazione del bilancio dell'esercizio 2007 e deliberazioni a norma degli artt. 38, 39 e 40 dello Statuto;
- 4) Approvazione del bilancio dell'Ufficio Italiano dei Cambi relativo all'esercizio 2007.

Il Governatore passa alla lettura delle “Considerazioni finali” della Relazione, che viene seguita con particolare attenzione dai presenti e salutata, alla fine, da prolungati applausi.

Il Governatore dà poi la parola al Presidente del Collegio sindacale prof. Angelo Provasoli che procede alla lettura delle conclusioni della relazione dei Sindaci.

Quindi, avendo l'Assemblea unanimemente deciso che venga omessa la lettura del Bilancio al 31 dicembre 2007 (Situazione patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa), della Relazione sulla Gestione, della Relazione del Collegio sindacale, nonché della Relazione della Società di Revisione, il Governatore apre la discussione sul bilancio e sul dividendo.

Chiede di parlare l'ing. Enrico Salza, Presidente del Consiglio di gestione di Intesa Sanpaolo S.p.A., il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

«Signor Governatore,

Signori Partecipanti, Signor Presidente Emerito della Repubblica,

nella seconda parte dello scorso anno il sistema bancario italiano è stato raggiunto dallo shock finanziario innescatosi negli Stati Uniti e propagatosi con diversi gradi di intensità in vari Paesi e settori dell'economia mondiale. Se non è rimasto completamente immune da questa onda d'urto, pur tuttavia esso ha mostrato in media una minore permeabilità rispetto a quanto sino ad oggi verificatosi in altri contesti.

Tali evidenze, determinate prevalentemente da scelte creditizie prudenti e sostenibili, confermano più di ogni dichiarazione di principio il connotato di forte responsabilità che ha caratterizzato il comportamento delle banche in Italia.

Queste stesse scelte hanno tra l'altro permesso alle aziende di credito di non soffrire significativamente dei vincoli di finanziamento e di liquidità che hanno invece pesantemente condizionato alcuni soggetti di altri paesi.

Proprio la gestione del rischio di liquidità è tra le principali questioni affrontate dal *Financial Stability Forum*, con le recenti raccomandazioni dirette a rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari finanziari. Si tratta di indicazioni importanti che prevedono la realizzazione di iniziative concrete da parte di attori pubblici e privati.

Il sistema bancario italiano affronta l'attuale congiuntura finanziaria consapevole della propria maggiore solidità, in piena coerenza con gli indirizzi dettati dalla Banca centrale. Tutto ciò, tuttavia, non può e non deve far perdere di vista le difficoltà che potrebbero prospettarsi all'orizzonte, difficoltà legate in ultima analisi ai rischi derivanti dal permanere in Italia di un tasso di crescita economica largamente insoddisfacente.

Le Considerazioni finali appena illustrate ribadiscono come la bassa crescita dell'economia italiana, sia in termini assoluti che rispetto a quanto registrato all'estero, sia la vera questione da affrontare e risolvere, senza indugio alcuno.

Da questo punto di vista, le difficoltà sui mercati finanziari ed il rallentamento del ciclo economico internazionale, unitamente al rincaro dei prezzi delle materie prime,

al conseguente possibile innesco inflattivo ed all'impatto della forza dell'euro sul commercio internazionale, costituiscono le sfide principali per i *policymakers* internazionali ed italiani. Il compito di questi ultimi è reso ancora più arduo dal permanere di rendite di posizione e di ampie aree di inefficienza, che incidono significativamente sul deficit di produttività.

Voglio rimarcare come il timore della degenerazione della scarsa crescita da fenomeno congiunturale a dato strutturale avrebbe potuto indurre il sistema bancario a focalizzarsi in misura crescente su attività con respiro temporale ridotto, innescando una sorta di spirale negativa dannosa, nel medio termine, per gli equilibri economici complessivi del Paese.

Tutti noi abbiamo lavorato per evitare un tale esito.

Le banche italiane hanno fin qui orientato consapevolmente le proprie scelte a sostegno della crescita, cogliendo tutte le opportunità per contrastare una situazione che in molti avevano considerato di quasi ineluttabile declino; anche il supporto assicurato ai progetti di ristrutturazione di numerose aziende italiane, in presenza di piani industriali seri e convincenti, ne è chiara conferma. Ciò nella convinzione che sostenere il contesto economico di riferimento sia per le banche, in definitiva, l'unica garanzia reale di equilibrio nel lungo termine.

Per il futuro questo ruolo potrà essere svolto in un quadro di *policy* caratterizzato dalla maggiore stabilità assicurata dagli esiti elettorali e - com'è auspicabile - dalla prosecuzione dell'avviato processo di miglioramento delle condizioni di finanza pubblica; in una tale cornice le banche potranno sostenere con maggiore efficacia quel recupero di competitività che, ancorché in maniera non uniforme, è in atto nel sistema produttivo italiano e trova i suoi fondamenti nel riposizionamento verso prodotti ad alto contenuto di qualità e nella capacità di penetrare i mercati a più elevato tasso di crescita.

Desidero sottolineare che nel 2007, malgrado lo scenario finanziario descritto e le difficoltà dell'economia nazionale, il sistema bancario è riuscito a proseguire nel suo cammino di rafforzamento competitivo, come testimoniano anche i dati comparati sulla capitalizzazione di borsa, che vedono ora due gruppi italiani collocarsi ai primi posti in Europa. Ciò è avvenuto in virtù di un attento controllo dei rischi e di un sensibile innalzamento dei profili di efficienza, che hanno permesso di conseguire risultati tangibili anche in termini di riduzione del livello dei costi applicati ai servizi per le famiglie e le imprese.

Tali risultati - va rilevato - sono stati raggiunti pur in presenza di una contribuzione che le banche continuano ad assicurare alla fiscalità generale del Paese in una misura notevolmente superiore rispetto alla media delle banche europee oltre che a quella del sistema nazionale delle imprese.

Tutto ciò è da attribuirsi in larga misura agli esiti del grande processo di consolidamento degli assetti azionari realizzatosi negli ultimi anni. La situazione attuale vede la presenza, appunto, di due gruppi di dimensioni europee, di alcuni soggetti medio-grandi con caratteristiche di presenza su tutto il territorio nazionale, ma anche di un ancora forte e articolato sistema di aziende di credito locali.

Tali condizioni, di fatto, hanno favorito l'innalzamento del grado di competizione e sempre più potranno e dovranno determinare il raggiungimento di maggiori vantaggi per i clienti e per gli altri *stakeholders*.

Voglio aggiungere che non si tratta solo di garantire prezzi migliori e maggiore trasparenza, ma di impostare rapporti che rispondano sempre più ad un modello di servizio centrato sulla consulenza e mirato a indurre comportamenti virtuosi nella clientela. Un tale approccio è orientato ad accrescere l'importanza delle relazioni di lungo periodo, ed è in grado di conciliare l'esigenza di creare valore per gli azionisti con gli interessi delle comunità locali.

Il rafforzamento della relazione con il territorio, obiettivo per il cui raggiungimento sono stati adottati nuovi modelli organizzativi, dovrà peraltro essere finalizzato non alla difesa dello status quo, bensì alla capacità di individuare le potenzialità, sostenere le aziende più dinamiche, premiare le eccellenze delle singole realtà; solo in tal modo potranno essere colte tutte le opportunità fornite dall'apertura dei mercati.

Nella stessa logica, valorizzare il territorio dovrà sempre più significare rendere maggiormente attrattivo il nostro sistema industriale per gli investimenti dall'estero: riuscire a cogliere questo risultato sarebbe l'indicatore più attendibile del valore economico dei nostri asset produttivi e dei nostri talenti.

Anche l'accordo fra le Associazioni di categoria di banche e assicurazioni deve essere letto in una logica mirata a ridurre la frammentazione e ad incrementare il grado di efficienza complessiva del sistema Paese.

I mesi passati hanno anche registrato importanti passaggi regolamentari e normativi. Basti pensare all'avvio della SEPA - l'area unica dei pagamenti in euro -, al recepimento della Direttiva MiFID, alla trasferibilità del mutuo senza penali.

A queste importanti novità il sistema si sta adeguando con convinzione, in piena collaborazione con le Autorità di vigilanza e in costante dialogo con le associazioni dei consumatori. Voglio ricordare come proprio da oggi sarà operativa una nuova procedura volta a favorire l'effettiva portabilità dei mutui.

Sono certo che tutto ciò contribuirà in maniera decisiva ad ampliare ulteriormente le effettive possibilità di scelta per i clienti.

Sicuramente sono ancora molti gli spazi di miglioramento. Ne sono testimonianza le numerose iniziative sul tema portate avanti tanto dalle singole banche che dall'Associazione Bancaria Italiana, come nel caso dell'ultimo accordo raggiunto con il Governo sulla rinegoziazione dei mutui a tasso variabile. Tali iniziative da un lato mirano a favorire una migliore pianificazione finanziaria da parte delle famiglie e, dall'altro, contribuiscono a preservare la loro capacità di spesa nel tempo. Sottolineo come il sistema bancario nel suo complesso sia pienamente consapevole della centralità di tali questioni e consideri la loro compiuta definizione come un fondamentale obiettivo strategico.

Nell'avviarmi a concludere il mio intervento ricordo come resti da definire, entro quest'anno, la sistemazione degli assetti proprietari della Banca centrale; rispetto a tale tema, come più volte segnalato anche in questa sede, tutti gli Istituti si sono dichiarati disponibili a collaborare allo scopo di pervenire a soluzioni che rispondano agli interessi di tutte le parti coinvolte e che tengano conto dei principi di indipendenza dell'Istituto e di equilibrata distribuzione del suo capitale.

Signor Governatore, Signori Partecipanti,

avuta presente la relazione del Governatore e quella del Collegio sindacale sull'esercizio 2007, ho l'onore di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea ordinaria annuale dei Partecipanti, ai sensi dell'articolo 7 dello Statuto, il bilancio della Banca d'Italia - con il rendiconto del Fondo pensione complementare dei dipendenti della Banca - e l'assegnazione degli utili, a termini degli articoli 38 e 39 dello Statuto, nonché la proposta della ulteriore assegnazione a valere sui frutti degli investimenti delle riserve ai sensi dell'articolo 40 dello Statuto medesimo."

Il Governatore ringrazia l'ing. Salza per il suo intervento e il contributo fornito alla discussione.

Dopo di che il Governatore invita l'Assemblea a votare su quanto proposto.

Messa in votazione per alzata di mano, con prova e controprova, la proposta dell'ing. Enrico Salza viene approvata all'unanimità.

Restano così approvati il bilancio dell'esercizio 2007, unitamente al rendiconto del Fondo pensione complementare, l'assegnazione degli utili ai sensi degli artt. 38 e 39 dello Statuto, nonché l'ulteriore assegnazione ai sensi dell'art. 40 dello Statuto medesimo conformemente alle proposte del Consiglio superiore riportate in calce alla Nota integrativa.

Il Governatore passa alla trattazione del punto 4 all'ordine del giorno, e pronuncia le seguenti parole:

"Signori Partecipanti,

il decreto legislativo n. 231 del 21 novembre 2007 ha previsto, all'art. 62, la soppressione, a far tempo dal 1° gennaio 2008, dell'Ufficio Italiano dei Cambi e il trasferimento delle sue competenze e dei suoi poteri alla Banca d'Italia, che è succeduta in tutti i diritti e rapporti giuridici di cui l'Ufficio era titolare. Il bilancio relativo all'esercizio 2007, pertanto, deve essere approvato dagli organi della Banca. In proposito, il Consiglio superiore si è pronunciato positivamente sui contenuti del citato documento che - con il rendiconto del Fondo pensione complementare dei dipendenti dell'Ufficio Italiano dei Cambi - viene ora sottoposto all'approvazione dell'Assemblea. Colgo l'occasione per rivolgere ai membri del cessato Consiglio di amministrazione dell'Ufficio Italiano dei Cambi, al suo Direttore e al Collegio dei revisori il più sentito apprezzamento della Banca e mio personale per l'impegno sempre profuso e i positivi risultati assicurati."

Il Governatore dà la parola al Presidente del Collegio sindacale, prof. Angelo Provasoli che illustra le conclusioni della Relazione dei Sindaci sul bilancio dell'Ufficio Italiano dei Cambi relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007, di cui propone l'approvazione.

Il Governatore invita, quindi, l'Assemblea a votare su quanto proposto.

Messa in votazione per alzata di mano, con prova e controprova, la proposta viene approvata all'unanimità.

Restano così approvati il bilancio relativo all'esercizio 2007 dell'Ufficio Italiano dei Cambi (Situazione patrimoniale, Conto economico e Nota integrativa) unitamente al rendiconto del Fondo pensione complementare dei dipendenti del medesimo.

Il Governatore - dopo aver rivolto un ringraziamento agli intervenuti - alle ore undici e quarantotto dichiara chiusa l'Assemblea.