



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
Roma, 29 maggio 2009

CENTOQUINDICESIMO ESERCIZIO

anno 2008

esercizio

CXV



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
anno 2008 - centoquindicesimo esercizio

Roma, 29 maggio 2009

© Banca d'Italia, 2009

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 2009
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. I mercati finanziari e valutari	3
La crisi finanziaria nei paesi industriali e la risposta delle autorità	3
I mercati finanziari nei paesi emergenti	10
2. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree	14
L'economia statunitense	15
L'economia giapponese	20
L'economia della UE	21
Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile e Russia	23
3. Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti	27
Il commercio internazionale	27
I prezzi delle materie di base	30
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	32
4. Le riforme del sistema finanziario internazionale	36
Aumento delle risorse e revisione degli strumenti delle IFI	36
Rafforzamento del sistema finanziario internazionale	40

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

5. Gli andamenti macroeconomici	45
La congiuntura	47
I prezzi e i costi	50
L'occupazione	54
La bilancia dei pagamenti	55
6. Le politiche di bilancio	58
7. La politica monetaria comune	63
I tassi d'interesse e il cambio dell'euro	64
La moneta e il credito	67
Le operazioni di politica monetaria fino all'estate	69
Le misure non convenzionali	70

L'ECONOMIA ITALIANA

8. La domanda, l'offerta e i prezzi	75
I consumi delle famiglie	76
Gli investimenti	81
Le esportazioni e le importazioni	84
L'offerta	86
I prezzi e i costi	87
9. Il mercato del lavoro	91
L'occupazione e l'input di lavoro nel 2008 e le prospettive per il 2009	91
La composizione dell'occupazione residente	94
La disoccupazione e l'offerta di lavoro	96
Le retribuzioni e il costo del lavoro	97
La regolamentazione del mercato del lavoro e gli ammortizzatori sociali	100
10. La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali	106
Le dinamiche settoriali	106
Le imprese	108
Le dinamiche territoriali	110
Gli assetti proprietari e di controllo	111
I servizi di pubblica utilità e i servizi professionali	114
Le politiche anticrisi e per lo sviluppo	116
L'evoluzione del quadro normativo	119
11. L'immigrazione	123
L'immigrazione in Italia nel contesto internazionale	123
La condizione economica degli immigrati in Italia	126
Le conseguenze dell'immigrazione per il paese ospite	130
I giovani stranieri e la scuola	131
Gli immigrati e la finanza pubblica	133
12. La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero	134
Il conto corrente e il conto capitale	135
Gli investimenti	140
La posizione patrimoniale sull'estero	142
13. La finanza pubblica	145
La finanza pubblica nel 2008	146
La politica di bilancio per il 2008	146
L'indebitamento netto	148
Le entrate e le spese	149
Le Amministrazioni locali	154
Il fabbisogno e il debito	158
La politica di bilancio per il 2009 e per il medio termine	161
La politica di bilancio per il 2009	161
I programmi e le prospettive per il biennio 2010-11	165
14. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese	167
Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie	167
Le condizioni e le scelte finanziarie delle imprese	177

15. I mercati finanziari	188
I titoli pubblici	188
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	190
Il mercato azionario	194

BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI

16. Le banche	201
La raccolta e la gestione della liquidità	202
Le attività	206
I rischi	209
La redditività	212
Il patrimonio	215
Le prove di stress sul sistema bancario italiano	216
17. La gestione del risparmio e gli intermediari non bancari	218
I fondi comuni di investimento	219
Le gestioni patrimoniali	225
Le compagnie di assicurazione	226
I fondi pensione	227
Redditività, patrimonio e rischi degli intermediari non bancari	229
18. La struttura degli intermediari bancari e finanziari	233
Le banche e i gruppi bancari	233
Gli intermediari non bancari	238
19. L'azione di Vigilanza	241
La cooperazione internazionale	241
La normativa dell'Unione europea	246
La normativa nazionale	247
L'attività di controllo sulle banche	253
L'attività di controllo sugli intermediari non bancari	258
La protezione del consumatore	261

IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI E LE LORO INFRASTRUTTURE

20. Le infrastrutture del sistema dei pagamenti all'ingrosso e dei mercati monetario e finanziario	265
Il regolamento in base monetaria	266
Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)	270
I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato	272
Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)	273
I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia	273
21. I servizi di pagamento al dettaglio e il servizio di Tesoreria statale	277
La SEPA e il processo di integrazione in Europa dei servizi e dei sistemi di pagamento al dettaglio	277
Gli strumenti di pagamento	278
Il servizio di Tesoreria statale e i pagamenti pubblici	282

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

22. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio	287
Relazione sulla gestione	288
L'assetto istituzionale	288
Gli sviluppi organizzativi	289
Le risorse umane e informatiche	290
Il controllo della spesa	292
La circolazione monetaria	293
Le risorse finanziarie	293
I rischi finanziari	296
I rischi legati a nuove tipologie di operazioni	298
Il controllo interno e i rischi operativi	298
La politica ambientale e la sicurezza sul lavoro	299
Sintesi delle risultanze di bilancio	300
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	302
Stato patrimoniale e conto economico	303
Nota integrativa	307
Principi, criteri e schemi di bilancio	307
Tavole analitiche di stato patrimoniale e di conto economico	313
Commento alle voci dello stato patrimoniale	321
Commento alle voci del conto economico	340
Proposte del Consiglio superiore	349
23. Documentazione allegata al bilancio	350
Relazione del Collegio sindacale	350
Dati di bilancio delle società controllate e collegate	353
Relazione della società di revisione	359

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. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

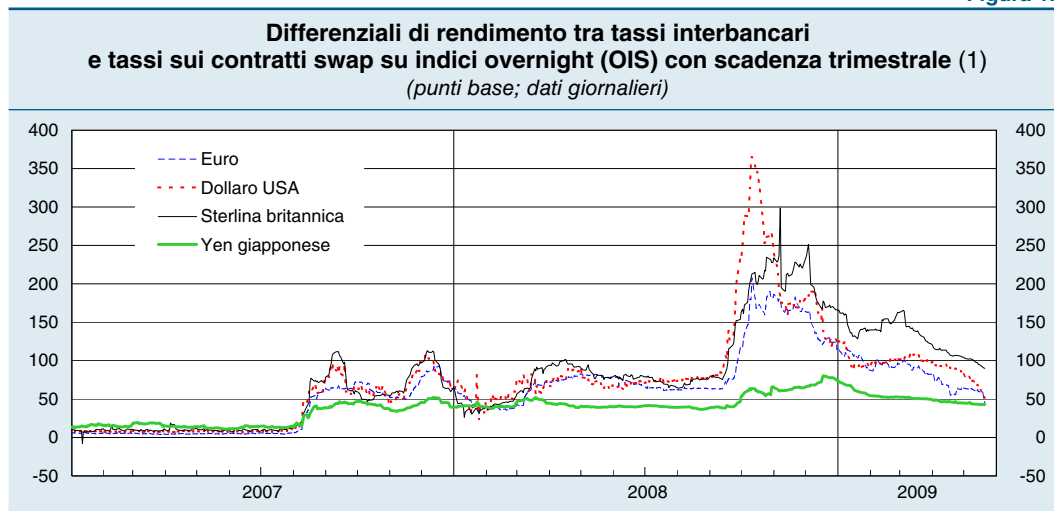
La crisi finanziaria internazionale si è aggravata a partire dal settembre dello scorso anno, con pesanti ripercussioni sull'attività economica (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Il dissesto della banca statunitense Lehman Brothers ha causato una grave crisi di fiducia che ha prosciugato la liquidità sui mercati monetari, acuendo le difficoltà di molte istituzioni finanziarie, e aumentato l'avversione al rischio; ne è derivata una massiccia ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività percepite come più sicure, che ha indotto un calo repentino dei corsi azionari, un aumento dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie e una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici. La crisi si è rapidamente trasmessa anche ai mercati finanziari dei paesi emergenti; i deflussi di capitali hanno colpito con particolare virulenza quelli con disavanzi esterni più ampi. Per ripristinare condizioni di fiducia nel sistema finanziario e un ordinato funzionamento dei mercati, le autorità dei principali paesi avanzati hanno adottato misure tese a risolvere il problema della bassa capitalizzazione delle banche e a sbloccare i flussi creditizi nei mercati più colpiti. Anche grazie al significativo coordinamento internazionale, queste misure hanno scongiurato una paralisi del sistema; hanno ridotto, ma non dissolto, l'incertezza, che continua a gravare sulle istituzioni finanziarie e sulle prospettive del credito e dell'attività economica mondiale.

La crisi finanziaria nei paesi industriali e la risposta delle autorità

Nei primi otto mesi dello scorso anno nei mercati finanziari internazionali avevano continuato a prevalere condizioni di volatilità assai elevata; erano andati crescendo i timori che le perdite delle banche – rese incerte nell'entità e nella distribuzione dalla difficoltà di identificare e quantificare il rischio connesso con gli strumenti di credito strutturato meno liquidi – potessero provocare il dissesto di una o più istituzioni finanziarie di rilevanti dimensioni. La percezione di un elevato rischio di controparte e la forte domanda di liquidità per scopi precauzionali da parte degli intermediari concorrevano a mantenere elevate le tensioni sui mercati interbancari. Le principali banche centrali effettuavano una serie di interventi per aumentare l'offerta di liquidità, riuscendo a contenere ma non a dissolvere le tensioni (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari* nella Relazione sull'anno 2007): i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi sui contratti swap su indici overnight con eguale durata oscillavano intorno a 70 punti base per il dollaro e la sterlina e a 60 punti per l'euro, con aumenti significativi dopo la crisi della banca d'affari statunitense Bear Stearns alla metà di marzo (fig. 1.1). Proseguiva la tendenza flettente sui mercati azionari, con ribassi, da gennaio ad agosto, di circa il 15 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito e del 23 per cento nell'area dell'euro (fig. 1.2); negli

Stati Uniti i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie, misurati dai differenziali di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro, si ampliavano ulteriormente, salendo, nello stesso periodo, da 2,4 a 3,6 punti percentuali per quelle con merito di credito più elevato (BBB) e da 5,6 a 7,9 punti per quelle high yield.

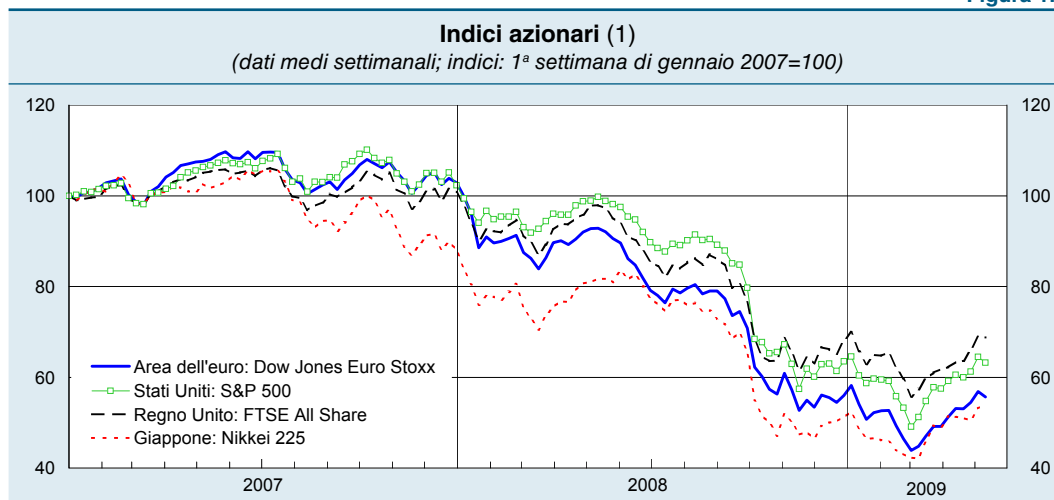
Figura 1.1



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 20 maggio.

La crisi si è aggravata in settembre. All'inizio del mese il Tesoro statunitense ha deciso di porre in amministrazione controllata le due agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) che, risentendo delle consistenti perdite registrate dall'avvio della crisi nell'agosto del 2007 e del continuo deterioramento del mercato immobiliare, nel corso dell'estate avevano iniziato a incontrare difficoltà nel collocamento dei propri titoli obbligazionari. In considerazione della rilevanza sistemica delle due agenzie, che nel 2008 hanno finanziato quasi i tre quarti dei mutui residenziali concessi negli Stati Uniti, il Tesoro statunitense si impegnava a sottoscrivere nuovo capitale per un ammontare fino a 100 miliardi di dollari ciascuna (limite successivamente aumentato a 200).

Figura 1.2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 15 maggio.

Dalla metà di settembre le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono divenute critiche: il dissesto della banca Lehman Brothers ha provocato una crisi di fiducia e un repentino e drastico aumento dell'avversione al rischio; gli scambi sui mercati interbancari si sono rarefatti, mettendo in gravi difficoltà altri grandi istituti; il 16 settembre, la Riserva federale è intervenuta a sostegno del gruppo assicurativo American International Group (AIG) con un prestito di 85 miliardi di dollari (seguito da un ulteriore finanziamento di 38 miliardi all'inizio di ottobre).

Nelle settimane successive la crisi di altre istituzioni ha innescato un processo di rapido consolidamento del sistema bancario statunitense: è fallita Washington Mutual, le cui attività sono state rilevate da JP Morgan; Merrill Lynch è stata acquisita da Bank of America e Wachovia da Wells Fargo; Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno avviato la propria trasformazione in gruppi bancari, in modo da poter accedere ai diversi canali di liquidità della Riserva federale. Le turbolenze sui mercati finanziari e la crisi di fiducia hanno investito con virulenza anche i sistemi bancari dei paesi europei. Si è avviata una massiccia ricomposizione dei portafogli a favore di attività considerate più sicure: in un contesto di eccezionale volatilità, nel corso dell'autunno i principali indici azionari si sono ulteriormente ridotti di circa un terzo, con ribassi tra il 40 e il 50 per cento nei comparti finanziari, mentre gli spread sulle obbligazioni societarie sono più che raddoppiati.

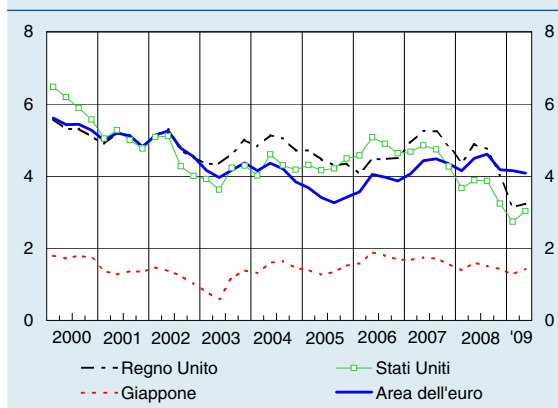
Nello scorcio dell'anno i rendimenti dei titoli pubblici sono significativamente diminuiti, riflettendo anche il forte deterioramento del quadro congiunturale e il calo dell'inflazione corrente e attesa: quelli dei titoli a 10 anni sono scesi fino al 2,2 per cento negli Stati Uniti, all'1,2 in Giappone e al 3,1 nel Regno Unito, rispettivamente dal 4,0, 1,5 e 4,5 per cento dell'inizio del 2008; nell'area dell'euro sono scesi dal 4,3 al 2,9 per cento (fig. 1.3; cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). La liquidità sui mercati monetari si è prosciugata, causando gravi difficoltà di finanziamento per gli intermediari e, di conseguenza, per le società non finanziarie che da essi dipendono quale fonte di credito. Ne-

gli Stati Uniti, dove i fondi di mercato monetario sono stati investiti da ingenti richieste di rimborso in seguito alla discesa di alcuni di essi sotto la pari, lo stock di carta commerciale in essere è diminuito in poche settimane di 370 miliardi di dollari (a 1.450 miliardi), una riduzione commisurabile a quella osservata nei dodici mesi precedenti.

La risposta dei governi e delle banche centrali dei maggiori paesi industriali è stata tempestiva, articolata e caratterizzata da un significativo aumento del coordinamento internazionale (cfr. i riquadri *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità*, in *Bollettino economico*, n. 54, 2008 e *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009). Nel vertice dei Ministri finanziari e dei Governatori dei paesi del Gruppo dei Sette (G7), tenutosi il 10 ottobre, e in quello immediatamente successivo dei Capi

Figura 1.3

Tassi di interesse nominali a lungo termine (1)
(dati medi trimestrali; valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con le consistenze nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. I dati del II trimestre 2009 sono aggiornati sino al 20 maggio.

di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro, d'intesa con la Commissione europea e con la BCE, sono state concordate le priorità e le principali direttrici lungo le quali definire le misure nei singoli paesi: riattivare i mercati monetari e creditizi; fornire sostegno alle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica; assicurare la continuità della raccolta di fondi sul mercato da parte delle banche attraverso la concessione di garanzie temporanee sulle loro passività; ampliare le garanzie sui depositi bancari; rafforzare la posizione patrimoniale degli istituti in difficoltà mediante piani di intervento pubblico; assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili. Il coordinamento internazionale è proseguito nell'ambito del Gruppo dei Venti (G20) con gli incontri dei Capi di Stato e di governo a Washington il 14 e 15 novembre e a Londra il 2 aprile dell'anno in corso, nei quali sono state discusse le misure necessarie per fronteggiare la crisi e riformare il sistema finanziario internazionale (cfr. il capitolo 4: *Le riforme del sistema finanziario internazionale*). Per le misure da adottare nei paesi dell'Unione europea, la Commissione ha stabilito alcune linee guida volte a garantire che il sostegno pubblico non determini vantaggi competitivi per gli intermediari beneficiari (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

Per ripristinare la liquidità sui mercati monetari, negli Stati Uniti il 19 settembre la Riserva federale ha introdotto un meccanismo per il finanziamento di acquisti, da parte delle banche, di carta commerciale e certificati di deposito di qualità elevata detenuti dai fondi monetari (Money Market Investor Funding Facility), mentre la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ha istituito una garanzia temporanea sui capitali investiti dai fondi per 50 miliardi di dollari; il 7 ottobre la Riserva federale ha annunciato anche l'istituzione di una entità speciale per l'acquisto, direttamente dalle società emittenti, di carta commerciale anche non garantita (Commercial Paper Funding Facility).

Tra la fine di settembre e la prima metà di ottobre le autorità di molti paesi hanno ampliato le garanzie in essere sui depositi bancari. Negli Stati Uniti, l'FDIC ha innalzato la copertura da 100.000 a 250.000 dollari e, dal 14 ottobre, ha esteso le proprie garanzie, senza limiti di importo, ad alcune tipologie di debito senior emesso dalle banche, tra cui i prestiti interbancari e la carta commerciale, e ai conti correnti non remunerati. Nel Regno Unito il limite dell'assicurazione sui depositi bancari è stato aumentato da 32.000 a 50.000 sterline. Misure analoghe sono state prese anche in altri paesi europei e non; in qualche caso, ad esempio in Germania, è stato rimosso il limite di importo della copertura. In altri casi, come in Italia e in Francia, le garanzie in essere, già molto ampie, non sono state ulteriormente estese.

Il 3 ottobre, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato un piano di sostegno al sistema finanziario da 700 miliardi di dollari (Troubled Asset Relief Program, TARP), finanziato mediante l'emissione di titoli di debito pubblico. Le risorse del TARP, inizialmente destinate all'acquisto o alla garanzia da parte del Tesoro di attività in sofferenza detenute dagli intermediari e prive di un mercato liquido, sono state sinora utilizzate (per 385 miliardi di dollari) principalmente per operazioni di ricapitalizzazione di banche e altri intermediari finanziari nonché, attraverso iniezioni di capitale e prestiti obbligazionari, nell'ambito di programmi di sostegno all'industria automobilistica. Tra i principali beneficiari del TARP, l'AIG è stata ricapitalizzata complessivamente per 70 miliardi di dollari, Citigroup e Bank of America per 45 miliardi ciascuna. A queste ultime il Tesoro (assieme all'FDIC e alla Riserva federale) ha anche accordato garanzie parziali sulle eventuali perdite su portafogli di attività finanziarie per circa 300 e 120 miliardi di dollari, rispettivamente.

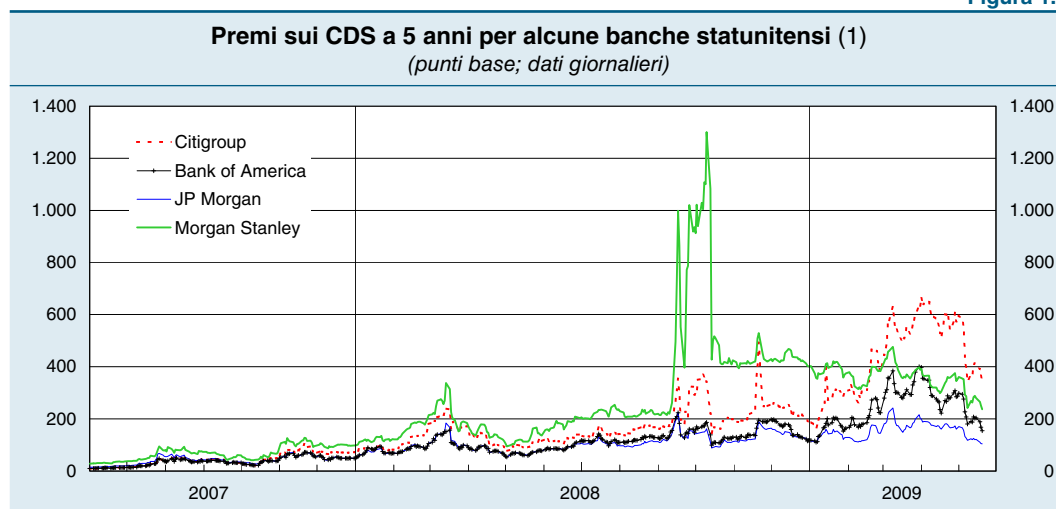
Anche nel Regno Unito è stato avviato un piano di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie; agli istituti aderenti è stata, inoltre, offerta la possibilità di ottenere una garanzia temporanea su strumenti di debito senior, carta commerciale o certificati di deposito, una misura destinata a coprire attività per circa 250 miliardi di sterline (Credit Guarantee Scheme); tra novembre e dicembre il Tesoro ha sottoscritto aumenti di capitale della Royal Bank of Scotland e del gruppo Lloyds, scaturito dalla fusione tra Lloyds e HBOS, complessivamente per 37 miliardi di sterline. Il 19 gennaio dell'anno in corso è stato istituito uno schema di garanzia (Asset Protection Scheme) attraverso il quale il Tesoro ha offerto alle principali banche del paese una copertura parziale delle eventuali perdite su portafogli di attività finanziarie, che includono mutui residenziali o commerciali, prodotti strutturati, prestiti commerciali e industriali e leveraged loans; finora vi hanno aderito la Royal Bank of Scotland e il gruppo Lloyds, che hanno concordato una protezione su portafogli per un valore, rispettivamente, di 325 e di 260 miliardi di sterline, impegnandosi al contempo a erogare credito nel 2009 complessivamente per circa 40 miliardi.

Anche in Italia e in altri paesi europei sono state disposte, in ottobre, procedure speciali per intervenire con fondi pubblici nel capitale delle banche e per assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle stesse, anche attraverso garanzie governative sulle emissioni di passività (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza).

L'insieme delle misure adottate, pur scongiurando una paralisi del sistema finanziario, ha attenuato solo in parte l'elevata incertezza e i timori di nuovi dissesti; i premi sui credit default swaps (CDS) per le principali banche internazionali, che erano aumentati in misura considerevole nelle settimane immediatamente successive al dissesto di Lehman Brothers, non ritornavano ai livelli, peraltro già elevati, della scorsa estate (fig. 1.4).

Dopo l'insediamento della nuova Amministrazione statunitense il Tesoro ha annunciato, il 10 febbraio dell'anno in corso, un nuovo piano (Financial Stability Plan, FSP) che mira, tra l'altro, a rilevare dai bilanci delle banche le attività problematiche, principalmente portafogli di mutui ipotecari e prodotti cartolarizzati connessi con tali mutui; a tal fine il Public-Private Investment Program (PPIP) prevede la creazione di fondi misti (con partecipazione pubblica e privata), a cui il Tesoro parteciperà per il 50 per cento per un ammontare complessivo fino a 75-100 miliardi di dollari (finanziati utilizzando il TARP). Tali fondi potranno acquistare attività per un controvalore fino a 500 miliardi di dollari finanziandole con l'emissione di strumenti di debito garantiti dall'FDIC o con prestiti della Riserva federale.

Figura 1.4



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Premi per l'assicurazione contro il rischio di credito per 5 anni su debito *senior* emesso dalle banche indicate. L'ultimo dato raffigurato è quello del 20 maggio.

L'FSP mira anche a creare le condizioni affinché le banche possano continuare a fornire credito all'economia, rafforzando ulteriormente il loro patrimonio attraverso il ricorso al mercato o con nuove iniezioni di capitale pubblico (cfr. il riquadro *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario e di stimolo al credito: Stati Uniti e Regno Unito*, in *Bollettino economico*, n. 56, 2009). Per avere indicazioni circa la necessità o meno di nuovi aumenti di capitale le autorità di vigilanza hanno sottoposto le 19 banche il cui attivo a fine 2008 eccedeva i 100 miliardi di dollari a una procedura di stress testing sul biennio 2009-2010, con l'obiettivo di stimare, a fronte di un deterioramento macroeconomico anche più marcato di quello atteso, le perdite potenziali, l'andamento dei margini operativi e la conseguente posizione patrimoniale di ciascuna banca. Dalle

valutazioni effettuate è emerso che nel biennio di riferimento tali banche potrebbero subire perdite complessivamente per 600 miliardi di dollari; tenendo conto degli aumenti di capitale già effettuati nell'anno in corso e della necessità di accantonare riserve sufficienti per far fronte alle perdite attese nel 2011, il patrimonio di dieci banche è stato ritenuto inadeguato, con un fabbisogno di capitale aggiuntivo complessivamente per 75 miliardi di dollari (quasi la metà per la sola Bank of America).

Queste valutazioni sono state ottenute sulla base di uno scenario macroeconomico peggiore di quello atteso lo scorso febbraio, quando è stata avviata la procedura di stress testing; tale scenario ipotizza una diminuzione del PIL del 3,3 per cento nel 2009 e un recupero limitato allo 0,5 nel 2010, un aumento del tasso di disoccupazione al 10,3 per cento e un calo dei prezzi delle abitazioni, nel biennio, del 27 per cento.

Anche in Giappone, nonostante la minore esposizione del sistema finanziario, le autorità hanno adottato misure volte a tutelare la stabilità delle banche.

Lo scorso febbraio la Banca del Giappone ha annunciato un piano di acquisti di azioni detenute dalle banche, per un ammontare massimo sino a 250 miliardi di yen per ciascuna istituzione; gli acquisti effettuati sino alla fine di aprile ammontavano a 1,6 miliardi di yen. In marzo è stato istituito un nuovo programma per fornire alle banche prestiti subordinati per un ammontare complessivo fino a 1.000 miliardi di yen.

Con l'aggravarsi della crisi, l'inasprimento delle condizioni di offerta di credito nelle principali aree si è accentuato (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree* e, per l'area dell'euro, il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Negli Stati Uniti, nel secondo semestre del 2008 il valore delle emissioni lorde di obbligazioni di società non finanziarie è diminuito del 40 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2009 vi è stata una ripresa, con un incremento del 140 per cento sul periodo precedente. Le autorità hanno avviato una serie di iniziative volte a sostenere direttamente i mercati più colpiti.

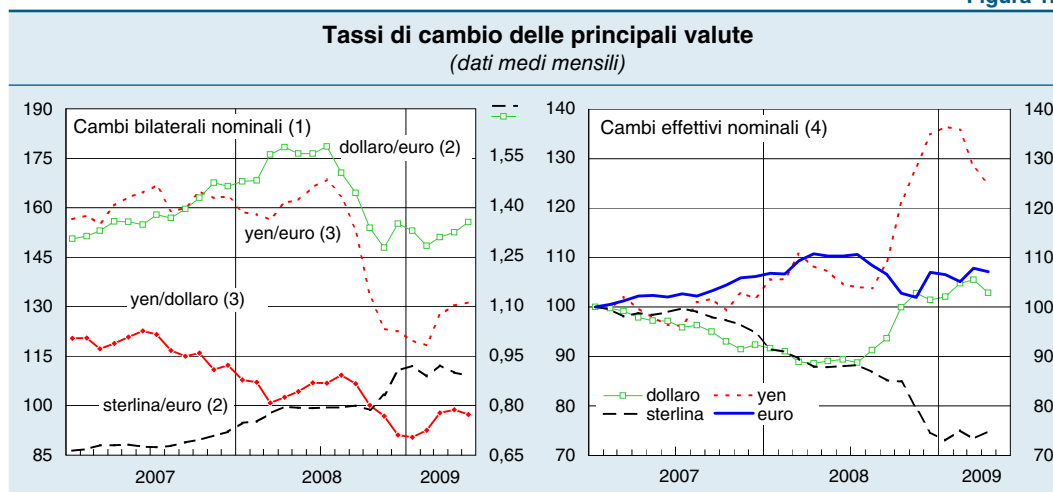
Alla fine dello scorso novembre la Riserva federale ha creato un nuovo strumento (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF) per finanziare l'acquisto di asset-backed securities (ABS), connesse principalmente con prestiti al consumo e alle piccole e medie imprese, per un ammontare complessivo fino a 200 miliardi di dollari; contemporaneamente ha avviato un programma di acquisti di mortgage-backed securities (MBS) garantite dalle agenzie federali per un ammontare complessivo fino a 500 miliardi di dollari, teso a sostenere il mercato dei mutui ipotecari; successivamente, nel marzo dell'anno in corso, ha ampliato la tipologia e innalzato (a 1.000 miliardi) il valore complessivo di ABS finanziabili dalla TALF e ha aumentato a 1.250 miliardi il limite di acquisti di MBS delle agenzie. Nello stesso mese il Tesoro ha inoltre annunciato un piano di acquisti di titoli risultanti dalla cartolarizzazione di alcune categorie di prestiti garantiti dalla Small Business Administration che, nel contempo, ha rafforzato e reso più accessibili le proprie garanzie.

Misure analoghe sono state annunciate, lo scorso gennaio, nel Regno Unito, dove il governo ha deciso di offrire garanzie su ABS connesse con mutui ipotecari, prestiti alle imprese e credito al consumo; la Banca d'Inghilterra ha inoltre avviato un programma di acquisti di obbligazioni societarie, carta commerciale, prestiti sindacati, ABS e titoli di debito emessi dalle banche e garantiti nell'ambito del Credit Guarantee Scheme, per un controvalore complessivo fino a 50 miliardi di sterline (Asset Purchase Facility).

Per accrescere l'efficacia dell'azione di sostegno al credito, il Tesoro statunitense ha intensificato il monitoraggio dell'attività delle banche, in particolare di quelle ricapitalizzate con fondi pubblici nell'ambito dell'FSF; queste ultime sono, inoltre, tenute a presentare un piano da cui emergano le condizioni per mantenere o espandere i prestiti all'economia e, successivamente, documentarne l'andamento con frequenza mensile.

Dalla metà di marzo le tensioni sui mercati finanziari si vanno in parte allentando. I corsi azionari hanno segnato rialzi consistenti, anche se, rispetto ai valori dell'inizio del 2008, le perdite cumulate rimangono assai elevate (circa il 30 per cento nel Regno Unito, il 40 negli Stati Uniti e in Giappone e il 45 nell'area dell'euro). I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie continuano a riflettere la severità della recessione in atto, ma sono scesi rispetto ai picchi dello scorso dicembre: negli Stati Uniti, gli spread si collocano a circa 5 punti percentuali per i titoli con merito di credito più elevato e a 11,4 punti per quelli high yield. Sui mercati interbancari, i premi connessi con i rischi di controparte e di liquidità sono ritornati in prossimità dei livelli osservati prima del dissesto di Lehman Brothers; tuttavia, quelli sui CDS per le principali banche internazionali, pur essendosi nettamente ridotti, continuano a segnalare la percezione di un rischio elevato. Alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso i rendimenti dei titoli pubblici a dieci anni erano risaliti al 3,2 per cento negli Stati Uniti, al 3,4 nell'area dell'euro, al 3,6 nel Regno Unito e all'1,4 in Giappone, riflettendo in parte l'attenuazione del fenomeno del *flight to safety* e, presumibilmente, l'aumento atteso dell'offerta di titoli pubblici in connessione con i programmi di sostegno al sistema finanziario e all'economia (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). All'indebolimento delle tensioni avrebbe concorso la proposta del Financial Accounting Standards Board, resa nota il 17 marzo scorso, di introdurre una serie di modifiche in senso meno restrittivo ai principi contabili relativi all'iscrizione in bilancio delle attività finanziarie al loro valore di mercato (*mark to market*); tali modifiche, successivamente approvate, diventeranno operative dalla metà del prossimo giugno. I mercati hanno accolto con favore anche la diffusione, il 23 marzo, dei dettagli del PPIP e le misure annunciate dal G20 in occasione del vertice del 2 aprile.

Figura 1.5



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2009 si basano solamente sui primi 20 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2007=100.

Sui mercati valutari, si è invertita la tendenza al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro, sceso da un picco di 1,6 dollari alla metà di luglio 2008 fino a 1,37 dollari alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, cui corrisponde un apprezzamento di circa l'8 per cento rispetto al livello prevalente all'inizio del 2008 (fig. 1.5). Sempre dall'inizio del 2008, la valuta statunitense si è significativamente apprezzata anche nei confronti della sterlina (del 23 per cento). Tali andamenti

semberebbero da ricondurre al forte aumento della domanda di liquidità in dollari da parte degli operatori finanziari negli Stati Uniti e alla concomitante ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali verso attività considerate più sicure e liquide. Nei confronti dello yen il dollaro si è deprezzato del 15 per cento; il rafforzamento della valuta nipponica sarebbe il risultato di un'accelerazione della chiusura delle posizioni di carry trade in seguito al ridursi del differenziale di interesse sui fondi nelle altre principali valute e al marcato aumento della volatilità sui mercati. In termini effettivi nominali, il dollaro e lo yen si sono apprezzati dell'8 e del 22 per cento, rispettivamente; la sterlina si è deprezzata del 18 per cento; l'euro è rimasto sostanzialmente invariato.

I mercati finanziari nei paesi emergenti

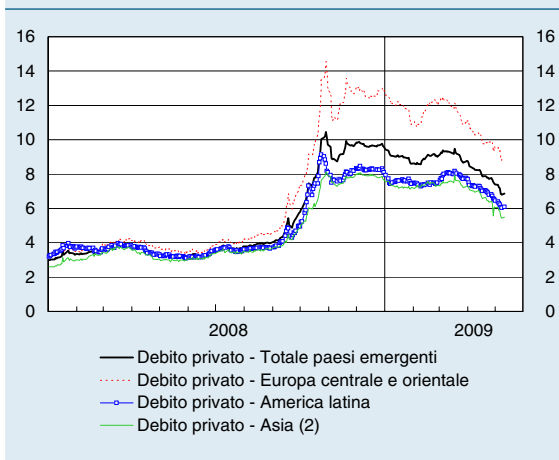
Le condizioni dei mercati finanziari nei paesi emergenti, pur risentendo delle turbolenze in atto dall'estate del 2007, erano rimaste relativamente distese nei primi otto mesi del 2008. Successivamente, tuttavia, il brusco aumento dell'avversione al rischio ha provocato una netta decelerazione dei flussi di credito internazionale. Il peggioramento delle prospettive di crescita, connesso con il rallentamento delle esportazioni e la caduta dei prezzi delle principali materie prime (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*), si è riflesso in un calo degli indici azionari. Le crescenti difficoltà di accesso al finanziamento dall'estero si sono tradotte in un significativo ampliamento dei premi per il rischio di credito sul debito sovrano e su quello del settore privato, che hanno raggiunto livelli elevati nel confronto storico. Contestualmente i tassi di cambio, che fino alla metà dell'anno avevano continuato a rafforzarsi nei confronti del dollaro, hanno subito forti pressioni al ribasso, contrastate solo in parte dagli interventi effettuati dalle banche centrali.

I premi per il rischio, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, hanno raggiunto i 9 punti percentuali per il debito sovrano; un ampliamento ancora più marcato, fino a superare i 10 punti, è stato registrato per il debito delle imprese (finanziarie e non), soprattutto di quelle dei paesi dell'Europa centrale e orientale (fig. 1.6). Il forte rallentamento dei flussi di capitali dall'estero ha accresciuto l'incertezza sulle capacità delle economie emergenti di rifinanziare lo stock di debito in valuta estera in scadenza nel 2009, la quota preponderante del quale è in capo alle imprese (finanziarie e non).

I corsi azionari hanno registrato un andamento non dissimile da quelli delle principali economie avanzate, riducendosi del 54 per cento nel complesso del 2008, con perdite ancora più significative nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Nei primi mesi del 2009 le quotazioni si sono

Figura 1.6

Differenziale tra il rendimento delle obbligazioni societarie a lungo termine in dollari e quello dei titoli decennali del Tesoro statunitense (1)
(dati giornalieri; punti percentuali)

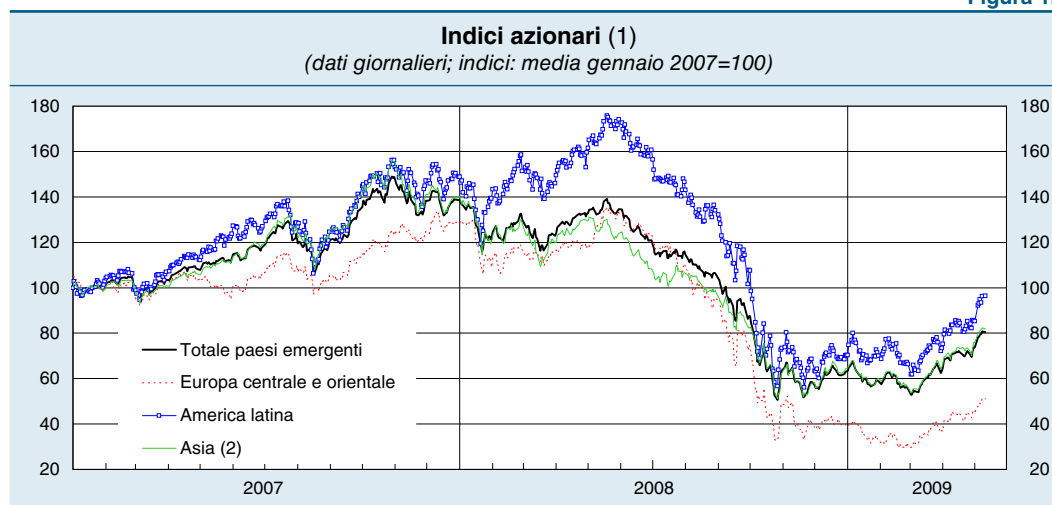


Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009. - (2) Escluso il Giappone.

rafforzate: alla fine della seconda decade di maggio, esse risultavano in media superiori del 33 per cento rispetto ai valori di fine 2008 (fig. 1.7).

Figura 1.7



Fonte: Morgan Stanley.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009. – (2) Escluso il Giappone.

Le pressioni al deprezzamento del cambio sono state particolarmente intense sulle valute dei paesi dell'America latina, che adottano regimi di cambio flessibili e sono esportatori di materie prime, e di quelli dell'Europa centrale e orientale, anche per la loro forte dipendenza dal finanziamento estero.

I capitali internazionali, che avevano continuato ad affluire nelle principali aree emergenti per buona parte del 2008, anche se a ritmi inferiori a quelli osservati nel 2007, hanno subito da settembre una battuta d'arresto, con un elevato grado di sincronia fra aree. Mentre gli investimenti di portafoglio, dapprima azionari e poi obbligazionari, avevano iniziato a defluire già nei mesi precedenti, nell'ultimo trimestre dello scorso anno le crescenti difficoltà nel sistema bancario internazionale hanno avuto un brusco impatto sui flussi di credito.

Secondo le più recenti stime dell'FMI (tav. 1.1), gli afflussi di capitali privati verso i paesi emergenti si sarebbero attestati nel 2008 a 754 miliardi di dollari, in drastica riduzione rispetto al massimo storico di 2.130 miliardi nel 2007. Il fenomeno si configura eccezionale nella prospettiva storica, sia per l'entità e rapidità dell'inversione di tendenza sia per il grado di sincronia con cui ha interessato tutte le principali aree emergenti.

In termini netti, i flussi di capitale si sarebbero attestati a 109 miliardi di dollari, rispetto ai 617 nel 2007: alla riduzione ha concorso il ritiro di capitali di portafoglio (-155 miliardi di dollari) e bancari (-195 miliardi di dollari), mentre gli afflussi netti di investimenti diretti (459 miliardi di dollari) sono addirittura aumentati rispetto all'anno precedente.

Pur comuni al complesso delle economie emergenti, gli effetti negativi del prosciugarsi dei finanziamenti internazionali hanno avuto una intensità maggiore in quelle contrassegnate da ampi squilibri di parte corrente e da una elevata dipendenza dai flussi di capitali bancari, in primo luogo nell'Europa centrale e orientale. Negli ultimi quattro mesi del 2008 i premi sui CDS relativi al debito sovrano, una misura del costo richiesto per la copertura dal rischio di credito, sono nettamente aumentati nei paesi della regione. Il loro aumento, benché generalizzato, è stato tuttavia alquanto differenziato tra le diverse economie.

Tavola 1.1

Paesi emergenti e in via di sviluppo: flussi netti di capitale (1) (miliardi di dollari)						
VOCI	Media 1996-1997	1998	Media 1999-2002	Media 2003-2006	2007	2008
Totale paesi emergenti						
Capitali privati, netti (1)	205,3	61,6	64,7	201,5	617,5	109,3
<i>Afflussi</i>	443,5	77,4	200,1	810,4	2129,8	753,9
<i>Deflussi</i>	-230,9	-5,8	-136,6	-611,4	-1512,7	-645,0
Investimenti diretti, netti (1)	132,4	156,6	165,2	207,6	359,0	459,3
Investimenti di portafoglio, netti (1)	73,5	39,8	-19,8	-25,0	39,5	-155,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	-0,6	-134,8	-80,8	18,9	219,2	-194,6
Europa centrale e orientale						
Capitali privati, netti (1)	21,8	25,9	24,5	80,9	173,6	147,1
<i>Afflussi</i>	23,9	28,3	31,3	109,5	217,2	155,5
<i>Deflussi</i>	-2,1	-2,4	-6,6	-28,7	-43,7	-8,5
Investimenti diretti, netti (1)	11,1	15,1	15,2	34,9	72,0	64,1
Investimenti di portafoglio, netti (1)	1,7	0,8	3,7	17,6	-7,4	-13,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	9,0	10,1	5,6	28,4	108,9	96,2
Comunità degli Stati Indipendenti (ex URSS)						
Capitali privati, netti (1)	-3,9	-7,8	-4,7	26,8	127,2	-127,4
<i>Afflussi</i>	22,0	7,7	7,9	95,4	283,7	154,4
<i>Deflussi</i>	-25,8	-15,5	-13,2	-68,6	-156,5	-281,8
Investimenti diretti, netti (1)	5,4	5,6	4,3	12,7	26,6	44,4
Investimenti di portafoglio, netti (1)	3,1	0,4	-2,9	3,0	14,5	-36,8
Altri investimenti, netti (1) (2)	-12,4	-13,9	-6,0	11,1	86,1	-135,1
Asia (3)						
Capitali privati, netti (1)	89,2	-46,7	13,7	82,4	164,8	127,9
<i>Afflussi</i>	251,8	-102,2	61,6	380,1	931,4	326,9
<i>Deflussi</i>	-154,9	65,3	-60,8	-299,8	-767,0	-199,3
Investimenti diretti, netti (1)	56,5	58,4	59,9	82,5	138,5	222,6
Investimenti di portafoglio, netti (1)	19,6	8,9	-9,3	-23,0	11,2	-65,9
Altri investimenti, netti (1) (2)	13,2	-114,0	-37,0	22,9	15,2	-28,7
America latina						
Capitali privati, netti (1)	78,7	68,9	39,2	21,7	107,4	58,5
<i>Afflussi</i>	104,3	106,2	76,6	78,3	221,0	142,9
<i>Deflussi</i>	-25,6	-37,3	-31,5	-56,7	-113,6	-84,5
Investimenti diretti, netti (1)	48,3	62,2	64,5	42,6	85,8	84,3
Investimenti di portafoglio, netti (1)	39,4	28,8	-1,9	-3,9	42,3	-11,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	-9,0	-22,1	-23,4	-17,1	-20,6	-14,7

Fonte: elaborazioni su dati FMI.
(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area. - (2) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. - (3) Include i paesi di recente industrializzazione.

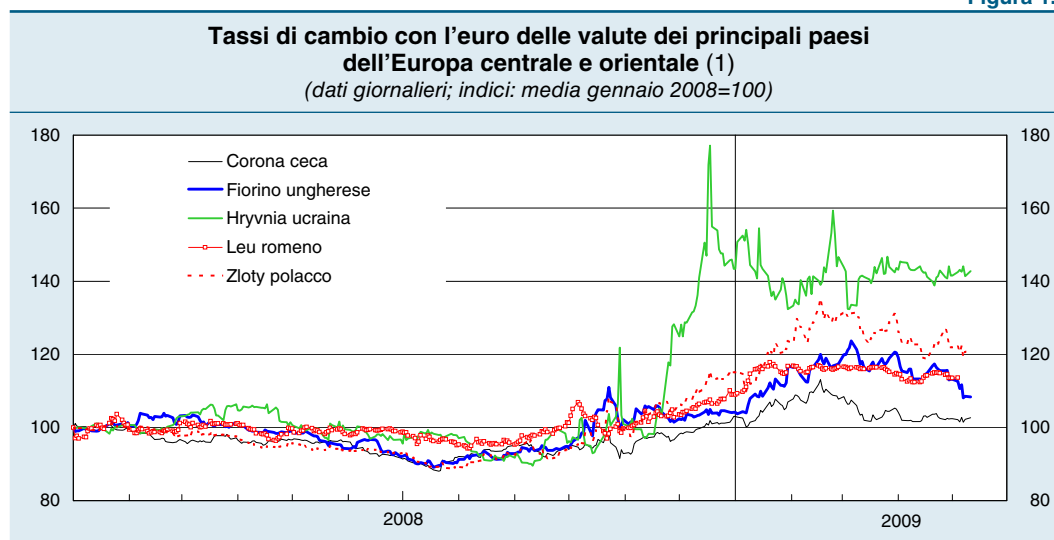
L'aumento dei premi si è mantenuto relativamente contenuto in Polonia, Repubblica Ceca e Slovacchia, dove minori erano le necessità di finanziamento del deficit di parte corrente e del disavanzo pubblico, mentre è risultato particolarmente marcato in Ucraina, dove ha superato i 25 punti percentuali; l'incremento è stato significativo anche nei paesi baltici e in Romania, fra i 3,5 e i 5,5 punti percentuali.

Le tensioni si sono temporaneamente attenuate alla fine di ottobre, in seguito all'intervento di sostegno deciso dalla comunità internazionale a favore dell'Ungheria (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Sono tornate ad accentuarsi all'inizio del 2009 e fino alla metà di marzo; successivamente, l'accoglienza positiva da parte dei mercati della richiesta di assistenza finanziaria avanzata dalla Romania, unitamente al reiterato impegno di nove grandi banche europee a

mantenere invariata la loro esposizione nei confronti di questo paese, ha contribuito a una riduzione dei premi sui CDS, che rimangono però nella generalità dei paesi della regione su livelli superiori a quelli prevalenti nella prima metà di settembre.

Le valute dei paesi con regime di cambio flessibile si sono fortemente deprezzate nella seconda metà del 2008: lo zloty polacco, in particolare, ha perso oltre il 20 per cento del suo valore nei confronti dell'euro; anche la corona ceca e il fiorino ungherese si sono nettamente indeboliti (fig. 1.8). Questa tendenza, proseguita nei primi mesi del 2009, si è successivamente arrestata seppure in un contesto di elevata volatilità.

Figura 1.8



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009.

La forte presenza nei paesi dell'Europa centrale e orientale di banche di proprietà di istituti residenti nei paesi dell'Europa occidentale ha contribuito a mitigare l'instabilità finanziaria nella regione: fino al quarto trimestre dello scorso anno questi paesi hanno registrato un calo dei flussi bancari inferiore a quello che ha colpito altre economie emergenti, come la Russia, in cui la componente di proprietà estera del sistema bancario è meno rilevante (tav. 1.1).

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

Nella media del 2008 l'attività economica mondiale ha segnato una netta decelerazione, al 3,2 per cento dal 5,2 nel 2007. Il rallentamento ha riguardato sia le economie avanzate sia quelle dei paesi emergenti e in via di sviluppo; le prime sono cresciute appena dello 0,9 per cento (2,7 nel 2007), le seconde del 6,1 per cento (8,3 nel 2007).

L'evoluzione della congiuntura delle economie avanzate in corso d'anno presenta due fasi. Nella prima, protrattasi sino ad agosto, è prevalsa una condizione di debolezza riconducibile all'incertezza sulla gravità delle turbolenze finanziarie in atto e alla crisi del mercato immobiliare in alcuni paesi. Nella seconda, da settembre, le turbolenze sono precipitate in una vera crisi finanziaria e questa, generando un calo della ricchezza netta delle famiglie, una riduzione della disponibilità di credito e un peggioramento del clima di fiducia, si è trasmessa all'economia reale. Nel quarto trimestre tutte le economie avanzate hanno registrato forti cadute del prodotto.

Le autorità hanno reagito adottando, spesso in modo coordinato, misure di sostegno all'economia, oltre a quelle volte a ripristinare la solidità dei sistemi finanziari (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*). La Riserva federale americana, la Banca del Giappone e la Banca d'Inghilterra hanno rapidamente ridotto i tassi di riferimento su livelli prossimi allo zero; l'Eurosistema ha abbassato il tasso ufficiale fino all'1,0 per cento a inizio maggio 2009, il livello più basso mai raggiunto (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune nella sezione Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell'area dell'euro*). Per sostenere l'attività economica le banche centrali hanno anche adottato una serie di misure non convenzionali. I governi hanno varato imponenti piani di stimolo fiscale.

Anche le economie dei paesi emergenti, rimaste relativamente immuni dagli effetti della crisi finanziaria nella prima parte dell'anno, da settembre ne sono state investite. L'intensità e le modalità della trasmissione della crisi sono state tuttavia piuttosto differenziate tra le varie aree. Le economie dell'Europa centrale e orientale, tra cui alcuni paesi nuovi membri della Unione europea (UE), sono risultate assai vulnerabili alla brusca riduzione dei finanziamenti esteri, a causa degli ampi disavanzi di parte corrente. I paesi dell'Asia, particolarmente quelli specializzati nella produzione di manufatti destinati ai mercati dei paesi avanzati, hanno soprattutto risentito del calo della domanda estera. Quelli esportatori di materie prime, tra cui i paesi dell'America latina e la Russia, benché in condizioni economiche e finanziarie generalmente molto più solide rispetto all'inizio di questo decennio, hanno risentito del crollo dei prezzi dei prodotti di base.

Nelle quattro principali economie emergenti (Cina, India, Brasile e Russia), il cui peso sul prodotto mondiale, misurato alle parità dei poteri d'acquisto e ai cambi di mercato, è ormai pari al 22 e al 15 per cento, rispettivamente, la crescita del prodotto, ancora molto robusta nella prima metà del 2008, ha subito un netto ridimensionamen-

to nel quarto trimestre. Le autorità dei quattro paesi hanno adottato misure di bilancio a sostegno della domanda e del credito al settore privato, di importo assai cospicuo soprattutto in Cina e Russia in funzione della migliore situazione dei conti pubblici.

Nel complesso dei paesi appartenenti al G20, che rappresentano il 75 per cento circa del PIL mondiale misurato alle parità dei poteri di acquisto, le misure discrezionali adottate per sostenere l'economia si raggugliano a circa il 2,0 per cento del prodotto nel 2009, all'1,5 nel 2010.

L'economia statunitense

Nel 2008 il prodotto nell'economia statunitense è aumentato dell'1,1 per cento (2,0 nel 2007; tav. 2.1). La crescita si è concentrata nel primo semestre; la crisi finanziaria ha inciso sull'andamento del prodotto nella seconda parte dell'anno, determinando una stasi nel terzo trimestre e una forte caduta nel quarto (-6,3 per cento in ragione d'anno).

Tavola 2.1

VOCI	PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)							
	2006	2007	2008	2008				2009
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Stati Uniti								
PIL (1)	2,8	2,0	1,1	0,9	2,8	-0,5	-6,3	-6,1
Domanda interna (1)	2,6	1,4	-0,3	0,1	-0,1	-1,5	-5,9	-7,8
Inflazione (2)	3,2	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	1,6	0,0
Giappone								
PIL (1)	2,0	2,3	-0,7	3,4	-3,5	-2,5	-14,4	-15,2
Domanda interna (1)	1,2	1,2	-0,9	3,3	-5,7	-2,3	-2,3	-9,8
Inflazione (2)	0,2	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,0	-0,1
Unione europea								
PIL (1)	3,1	2,9	0,9	2,2	-0,5	-1,2	-5,9	-9,6
Domanda interna (1)	3,1	3,0	0,9	1,6	-0,9	0,7	-4,1	....
Inflazione (2)	2,3	2,4	3,7	3,5	3,9	4,3	2,9	1,6
Regno Unito								
PIL (1)	2,8	3,0	0,7	1,2	-0,1	-2,8	-6,1	-7,3
Domanda interna (1)	2,6	3,5	0,6	0,4	-0,1	-3,1	-8,5	-7,6
Inflazione (2)	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9	3,0
Canada								
PIL (1)	3,1	2,7	0,5	-0,9	0,6	0,9	-3,4	....
Domanda interna (1) (3)	4,8	4,2	2,5	1,8	1,3	0,5	-4,9	....
Inflazione (2)	2,0	2,1	2,4	1,8	2,4	3,4	1,9	1,2
Economie avanzate								
PIL (4)	3,0	2,7	0,9	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
Prodotto mondiale (4)	5,1	5,2	3,2	....	....	....	....	....

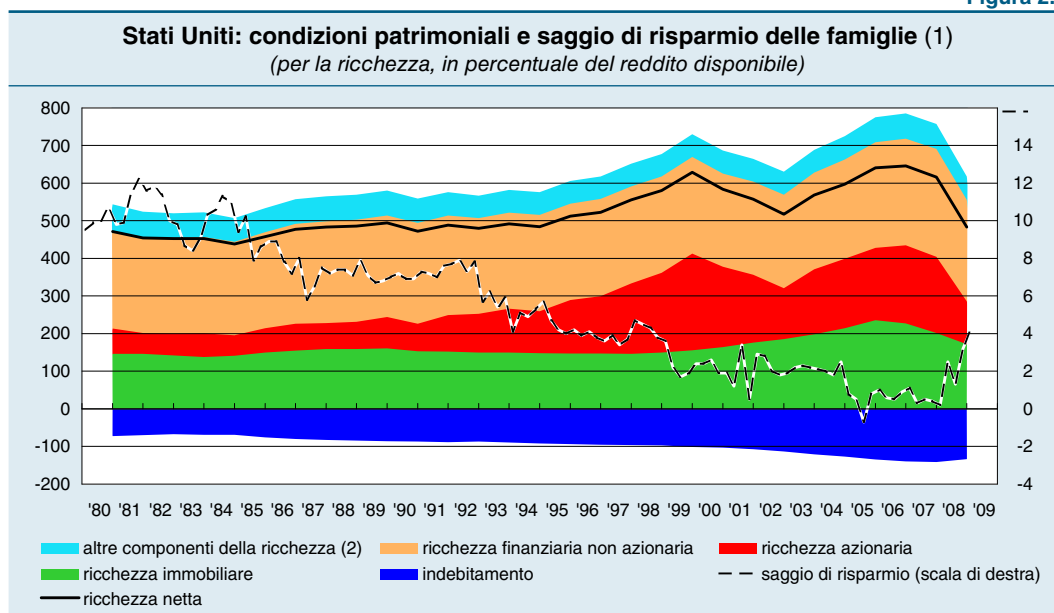
Fonte: Commissione europea, FMI e statistiche nazionali.
 (1) Quantità a prezzi concatenati; per i dati trimestrali variazioni sul periodo precedente espresse in ragione d'anno. – (2) Indice dei prezzi al consumo; per i dati trimestrali variazioni sul periodo corrispondente. – (3) Per il Canada, domanda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

I consumi delle famiglie sono aumentati di appena lo 0,2 per cento (2,8 nel 2007). Già nel primo semestre avevano registrato una crescita molto contenuta, anche per

effetto dell'elevata incertezza che aveva spinto le famiglie a tesaurizzare gran parte dei temporanei sgravi fiscali erogati tra aprile e giugno. Nel secondo semestre hanno registrato una caduta, risentendo del calo della ricchezza netta, del deterioramento del mercato del lavoro e della minore disponibilità di credito.

Nel corso del 2008 il saggio di risparmio delle famiglie ha registrato un incremento di quasi 3 punti percentuali: dallo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2007 al 3,2 nel corrispondente periodo del 2008 (fig. 2.1). L'aumento del saggio di risparmio appare principalmente riconducibile al forte ridimensionamento della ricchezza netta, scesa nello stesso periodo dal 615 al 480 per cento circa del reddito disponibile. La ricchezza azionaria e quella immobiliare lorda hanno contribuito rispettivamente per circa 90 e 30 punti percentuali alla riduzione della ricchezza netta; quella finanziaria non azionaria e altre, meno rilevanti, componenti vi hanno contribuito per circa 20 punti; il tasso di indebitamento si è ridotto di circa 7 punti. Qualora le famiglie decidessero di rafforzare la propria posizione patrimoniale anche a fronte del protrarsi, sia pure a un ritmo più contenuto, del calo dei prezzi delle abitazioni, l'aumento del saggio di risparmio potrebbe continuare nel 2009; secondo dati preliminari, nel primo trimestre esso ha raggiunto il 4,2 per cento. L'aggiustamento in corso appare coerente con i risultati di numerosi studi empirici condotti nell'ultimo decennio che hanno documentato una significativa influenza negativa della dinamica della ricchezza netta – principalmente di quella immobiliare – sulla propensione al risparmio.

Figura 2.1



Fonte: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Per la ricchezza, dati annuali di fine periodo; per il saggio di risparmio, dati trimestrali (quello del 1° trimestre 2009 è preliminare). –
(2) Le altre componenti della ricchezza includono i beni di consumo durevoli e la ricchezza immobiliare delle organizzazioni senza scopo di lucro.

Gli investimenti produttivi sono aumentati dell'1,6 per cento nella media dell'anno. Nel quarto trimestre sono tuttavia caduti del 21,7 per cento in ragione d'anno a seguito del netto deterioramento delle prospettive di crescita e della restrizione dell'offerta di credito. Le società non finanziarie hanno in parte sopperito alla riduzione della disponibilità di credito bancario attraverso un consistente ricorso all'emissione di obbligazioni; nel loro complesso, i flussi di finanziamento netti, pur restando positivi, sono fortemente diminuiti nel corso dell'anno.

La contrazione degli investimenti residenziali, avviata nel 2006, è proseguita a un ritmo molto elevato anche nel 2008 (-20,8 per cento), sottraendo circa un punto percentuale alla crescita del prodotto.

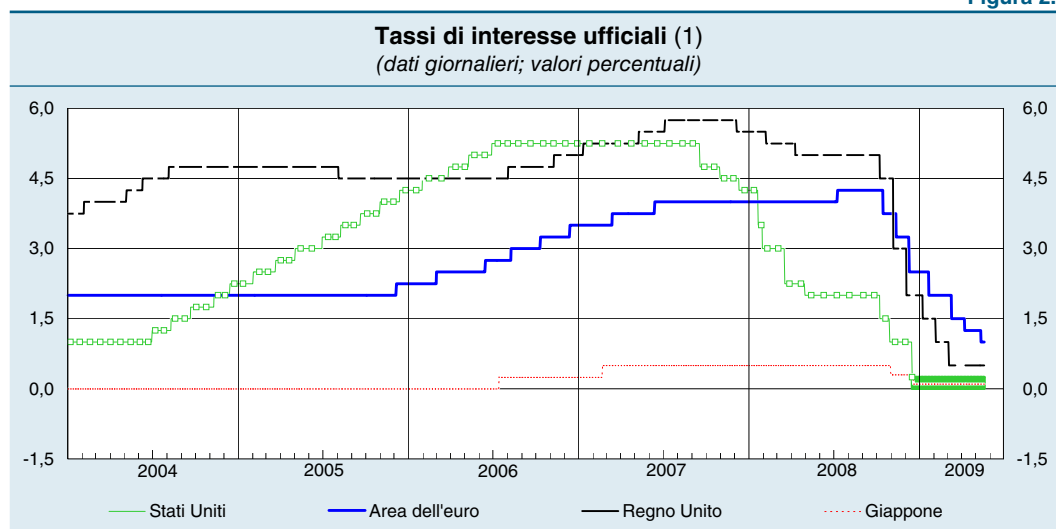
Nel corso del 2008 l'occupazione dipendente nel settore non agricolo ha registrato un calo complessivo di circa 3,1 milioni di unità; negli ultimi quattro mesi dell'anno la perdita di posti di lavoro è stata pari a poco meno di 2 milioni di unità. Il tasso di disoccupazione si è innalzato dal 4,9 per cento in gennaio al 7,2 in dicembre.

Secondo dati preliminari, nel primo trimestre del 2009 il ritmo di caduta del PIL è rimasto intenso (-6,1 per cento in ragione d'anno), risentendo anche della riduzione delle scorte. Il calo degli investimenti produttivi e di quelli residenziali si è nettamente accentuato. I consumi sono aumentati del 2,2 per cento, sostenuti dalla ripresa del reddito reale disponibile resa possibile dalla riduzione ciclica del prelievo fiscale e dal calo dei prezzi. Nei primi quattro mesi del 2009 il calo dell'occupazione è proseguito a un ritmo serrato, ragguagliandosi a circa 2,7 milioni di unità; il tasso di disoccupazione ha raggiunto in aprile l'8,9 per cento.

Nel corso del 2008 l'andamento dell'inflazione al consumo ha ampiamente riflesso quello dei prezzi delle materie prime, raggiungendo un picco del 5,6 per cento in luglio (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*), flettendo successivamente sino allo 0,1 per cento in dicembre e raggiungendo valori negativi nei primi mesi del 2009. Al netto dei prodotti energetici e alimentari l'inflazione ha registrato oscillazioni molto più contenute. Le aspettative di inflazione su un orizzonte decennale, rilevate dalla *Survey of Professional Forecasters* della Riserva federale di Filadelfia, sono rimaste invariate al 2,5 per cento.

La Riserva federale, che già nei primi quattro mesi del 2008 aveva abbassato il tasso di interesse sui federal funds dal 4,25 al 2,0 per cento, negli ultimi tre mesi dell'anno ha reagito all'aggravarsi della recessione riducendo rapidamente i tassi, sino a definire per essi, in dicembre, un intervallo di oscillazione compreso tra zero e 0,25 per cento (fig. 2.2). La Riserva federale prevede che l'evoluzione del quadro congiunturale motiverà il mantenimento dei tassi di politica monetaria su livelli estremamente bassi per un periodo prolungato; in risposta a tale valutazione, più volte ribadita nei comunicati ufficiali del Federal Open Market Committee, i mercati scontano attualmente tassi di interesse

Figura 2.2

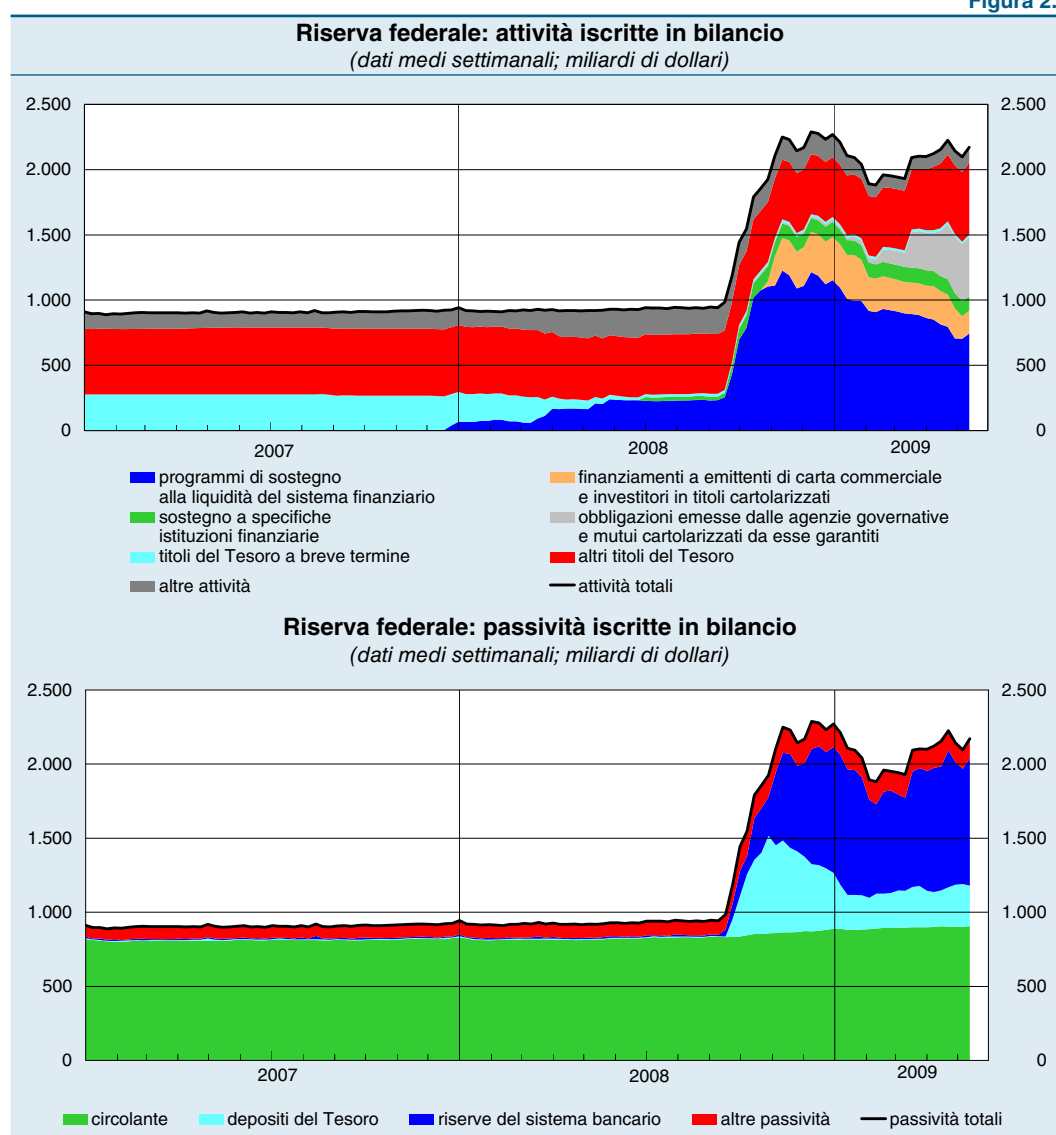


Fonte: BCE e statistiche nazionali.

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

invariati per tutto il 2009. Da dicembre 2008 la Banca centrale ha inoltre annunciato misure volte a influire più direttamente sui costi di finanziamento per famiglie e imprese. Tra queste misure, oltre agli acquisti di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*), rientrano gli acquisti di titoli del Tesoro a media e a lunga scadenza sino a 300 miliardi. Si stima che l'annuncio e la progressiva messa in atto di queste misure abbiano già contribuito a ridurre il costo dei mutui ipotecari trentennali per circa un punto percentuale. L'attuazione di queste misure – insieme all'attivazione dei programmi di sostegno alla liquidità – ha contribuito al forte ampliamento dell'attivo di bilancio della Riserva federale. A esso ha corrisposto, dal lato delle passività, un forte aumento delle riserve bancarie e, in misura minore, dei depositi del Tesoro (fig. 2.3).

Figura 2.3



Il 23 marzo dell'anno in corso la Riserva federale e il Tesoro statunitense, con un comunicato congiunto, hanno formalizzato l'impegno a far sì che i recenti straordinari

interventi della Banca centrale non mettano in pericolo il perseguimento degli obiettivi ultimi della politica monetaria (stabilità dei prezzi e piena occupazione). Si inseriscono in questo contesto l'introduzione nei mesi scorsi del Supplementary Financing Program – attraverso cui il Tesoro fornisce fondi alla Riserva federale – e la prevista istituzione, nei prossimi mesi, di nuovi strumenti che dovrebbero consentire alla Riserva federale, quando ciò si renderà opportuno, di sterilizzare agevolmente gli effetti dell'espansione delle proprie attività di bilancio sulla dinamica delle riserve bancarie.

Nell'esercizio finanziario 2008, conclusosi lo scorso settembre, il disavanzo del bilancio federale è salito al 3,2 per cento del PIL, dall'1,2 nel 2007. Le prospettive di bilancio per gli esercizi successivi sono nettamente peggiorate negli ultimi mesi, riflettendo gli effetti della recessione, l'intervento pubblico a sostegno del sistema finanziario e l'approvazione, nel febbraio 2009, di un ampio pacchetto di misure espansive (American Recovery and Reinvestment Act). Il Congressional Budget Office (CBO) stima che la decisione di porre in amministrazione controllata Fannie Mae e Freddie Mac e l'attuazione del Troubled Asset Relief Program (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*) contribuiranno ad ampliare il disavanzo federale nell'esercizio finanziario 2009 per oltre 600 miliardi di dollari (circa 4,5 punti percentuali di PIL). Le misure espansive previste dall'American Recovery and Reinvestment Act, che per circa due terzi consistono in un incremento dei sussidi di disoccupazione, delle spese per infrastrutture, risparmio energetico, trasporto pubblico, ricerca scientifica, settore medico sanitario, e dei trasferimenti agli Stati e alle amministrazioni locali, contribuirebbero ad ampliare il disavanzo federale per circa 185 miliardi di dollari nell'esercizio in corso e per circa 400 miliardi in quello successivo. Alla luce di tali valutazioni, e non tenendo conto delle più recenti proposte di bilancio dell'Amministrazione, il CBO prevede un disavanzo federale pari all'11,9 per cento del PIL nell'esercizio 2009 e al 7,9 in quello successivo.

Il debito federale collocato sul mercato, la cui dinamica negli ultimi mesi ha riflesso non solo l'evoluzione dei disavanzi ma anche il reperimento da parte del Tesoro delle risorse poi utilizzate per l'attuazione del Troubled Asset Relief Program e per fornire fondi alla Riserva federale, ha registrato tra settembre 2008 e aprile 2009 un incremento pari a circa 1.100 miliardi di dollari. Il CBO stima che esso salga da 5.803 miliardi (40,8 per cento del PIL) nel settembre 2008 a 8.658 miliardi (60,1 per cento) nel settembre 2010. Le passività finanziarie lorde dell'amministrazione pubblica, nel cui computo rientra anche il debito delle amministrazioni locali, secondo le più recenti valutazioni dell'OCSE e dell'FMI, raggiungerebbero alla fine del 2010 circa il 100 per cento del PIL, con un incremento di quasi 30 punti percentuali rispetto al 2008.

La crisi del mercato delle abitazioni. – La flessione dei prezzi delle case, iniziata nel 2006, è divenuta più intensa nel 2008. L'indice Case-Shiller riferito alle 10 principali aree metropolitane ha registrato nell'anno un calo prossimo al 20 per cento. Nei primi due mesi del 2009 non sono emersi segnali di attenuazione del ritmo di caduta dell'indice; in febbraio quest'ultimo risultava inferiore del 32 per cento circa rispetto al picco raggiunto nella prima metà del 2006. Le attuali quotazioni dei contratti futures sull'indice Case-Shiller indicano attese di riduzione dei prezzi lungo tutto il 2009. Alla 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, si era nettamente ridotta, indicando un significativo ridimensionamento della sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni.

Le attese di flessione dei prezzi degli immobili – insieme alla diminuzione della disponibilità di finanziamenti per gli acquisti – hanno contribuito a ridurre drasticamente nel corso del 2008 il volume delle transazioni relative alle nuove abitazioni. Il rapporto tra nuove abitazioni invendute e transazioni realizzate ha pertanto continuato a mantenersi su livelli storicamente elevati.

Con il calo dei prezzi degli immobili residenziali la quota di mutuatari il cui debito residuale eccede il valore dell'immobile si è accresciuta fino a circa il 20 per cento. Ciò rappresenta, insieme alla minore capacità di sostenere gli oneri del debito per le peggiorate prospettive di reddito, uno dei principali fattori alla base della crescente incidenza, nel corso del 2008, degli avvii di procedure esecutive (*foreclosures*) sui mutui in essere, prevalentemente nel segmento dei mutui concessi a fronte di limitate garanzie personali (*subprime*).

Nel febbraio 2009 il Tesoro statunitense, stimando in circa 6 milioni il numero di famiglie esposte al rischio di procedure esecutive, ha annunciato un piano di sostegno a quelle in difficoltà (Homeowner Affordability and Stability Plan). Il piano mira a ridurre per circa 7-9 milioni di mutuatari l'incidenza delle rate di ammortamento sul reddito disponibile. A tal fine si farà ricorso a due meccanismi. Da un lato, rendendo meno stringenti le condizioni di accesso al rifinanziamento presso Fannie Mae e Freddie Mac, il piano dovrebbe consentire a 4-5 milioni di mutuatari di rinegoziare i propri mutui ai tassi più bassi attualmente prevalenti. Dall'altro, predisponendo appropriati incentivi economici, il piano intende consentire a 3-4 milioni di mutuatari di raggiungere un accordo di rinegoziazione del debito con i creditori che si risolva in una riduzione dell'onere; qualora un accordo sia raggiunto tra le parti, il Tesoro interverrebbe facendosi carico di parte della rata di ammortamento residuale.

L'economia giapponese

Nel 2008 il prodotto ha registrato un calo dello 0,7 per cento. La contrazione dell'attività economica, avviatasi nel secondo trimestre, si è accentuata nel quarto, quando il PIL è diminuito a un ritmo, espresso in ragione d'anno, del 14,4 per cento, in gran parte per l'eccezionale caduta delle esportazioni (-47,1 per cento). Quest'ultima ha riflesso la forte flessione delle vendite all'estero di beni capitali, beni digitali e automobili, che rappresentano un'elevata quota delle esportazioni giapponesi.

Nel primo trimestre del 2009, secondo stime preliminari, l'attività economica ha continuato a cadere in misura assai marcata (-15,2 per cento in ragione d'anno), in conseguenza della flessione degli investimenti e del crollo delle esportazioni (-70,1 per cento).

L'occupazione è rimasta per gran parte del 2008 poco sensibile all'andamento dell'attività economica, registrando nella media dell'anno una flessione dello 0,4 per cento. Nei primi mesi del 2009 i riflessi della recessione sull'andamento dell'occupazione sono emersi più chiaramente; in marzo il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 4,8 per cento (4,3 nel dicembre 2008).

L'inflazione al consumo, risentendo del rialzo dei prezzi dei prodotti energetici, è aumentata sino al 2,3 per cento in luglio; successivamente è discesa rapidamente sino ad azzerarsi nei primi mesi del 2009 (-0,3 per cento in marzo). In risposta alla forte contrazione dell'attività economica e all'emergere di difficoltà di finanziamento per le imprese, la Banca del Giappone ha ridotto i tassi di politica monetaria in ottobre e in dicembre per

complessivi 40 punti base, dallo 0,5 allo 0,1 per cento. Ha inoltre adottato misure volte ad attenuare le difficoltà di finanziamento delle imprese, acquistando carta commerciale e obbligazioni emesse dalle imprese in operazioni di mercato aperto a titolo definitivo.

Nella seconda metà dell'anno, a fronte dell'aggravarsi della recessione, le autorità hanno annunciato misure di stimolo, comprendenti principalmente aumenti di spesa, per un ammontare pari a circa 2 punti percentuali di PIL. Nell'aprile 2009 lo stimolo fiscale è stato rafforzato con misure a sostegno dell'occupazione e con altre volte a sostenere il potenziale di crescita dell'economia per un ammontare pari a circa 3 punti percentuali di PIL.

L'economia della UE

Nel 2008 il ritmo di espansione nei paesi dell'Unione europea si è ridotto nettamente, allo 0,9 per cento (dal 2,9 nel 2007). Nell'area dell'euro, dove il prodotto ha iniziato a diminuire dal secondo trimestre, l'aumento sull'anno precedente è stato appena dello 0,8 per cento (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici nella sezione Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell'area dell'euro*).

Regno Unito. – Nel 2008 il prodotto è aumentato dello 0,7 per cento. La crescita si è concentrata nel primo trimestre; dal secondo l'attività ha cominciato a ridursi, risentendo della scarsa disponibilità di credito oltre che del calo della ricchezza netta. I prezzi delle abitazioni sono caduti del 16 per cento circa nel corso dell'anno. La crisi del mercato immobiliare ha indotto un forte calo degli investimenti residenziali, che ha sottratto circa 0,4 punti percentuali alla crescita; gli investimenti produttivi privati sono rimasti stazionari. Nel primo trimestre del 2009, secondo stime preliminari, l'attività economica è caduta in misura rilevante (-7,3 per cento in ragione d'anno). L'inflazione, che aveva raggiunto il 5,2 per cento in settembre, è diminuita successivamente fino al 2,3 nell'aprile 2009.

La Banca d'Inghilterra, che tra l'aprile e il settembre 2008 aveva mantenuto i tassi di riferimento al 5,0 per cento, li ha ridotti rapidamente sino allo 0,5 per cento nel marzo 2009. Al fine di rafforzare l'impulso della politica monetaria, la Banca d'Inghilterra ha anche annunciato nello stesso mese l'intenzione di acquistare carta commerciale, obbligazioni societarie e titoli del Tesoro a media e a lunga scadenza per un ammontare complessivo di 75 miliardi di sterline (pari al 5 per cento circa del PIL), ricorrendo per il finanziamento di tali operazioni alla creazione di base monetaria. In maggio la Banca d'Inghilterra ha elevato l'obiettivo di acquisto a 125 miliardi e definito un orizzonte trimestrale per il raggiungimento di tale obiettivo. A seguito dell'attuazione di tali misure e di quelle per fornire liquidità, la dimensione dell'attivo di bilancio della Banca d'Inghilterra risultava alla fine dell'aprile scorso più che raddoppiata rispetto alla metà di settembre 2008. Nell'esercizio finanziario 2008-09, conclusosi nel marzo dell'anno in corso, il fabbisogno del settore pubblico si è ampliato al 6,3 per cento del PIL (dal 2,4 nel 2007-08). Nella legge di bilancio presentata nell'aprile scorso, il Tesoro prevede un ampliamento del fabbisogno sino al 12,4 per cento del PIL nell'esercizio finanziario 2009-2010 (per circa 1,5 punti percentuali riconducibile all'adozione di misure discrezionali espansive), a cui seguirebbe una graduale diminuzione nei successivi quattro anni. Il profilo dei fabbisogni del settore pubblico previsti non incor-

pora le possibili perdite derivanti dagli interventi a sostegno del sistema finanziario che il Tesoro valuta comprese tra 1,5 e 3,5 punti percentuali di PIL.

Paesi nuovi membri della UE. – Nei nove paesi che nel 2008 non avevano ancora adottato l'euro la crescita del prodotto si è mantenuta complessivamente sostenuta, pari al 4,3 per cento, a fronte del 6,2 nel 2007 (tav. 2.2). Tuttavia, nell'ultimo trimestre dello scorso anno il netto calo della domanda proveniente dall'area dell'euro e il peggioramento delle condizioni finanziarie hanno indotto una brusca decelerazione del PIL, di intensità differenziata tra paesi.

Tavola 2.2

Principali indicatori macroeconomici dei paesi nuovi membri della UE che non fanno parte dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)										
PAESI	PIL		Prezzi al consumo (2)		Saldo di conto corrente (3)		Debito estero (3) (4)	Saldo del bilancio pubblico (3)		Debito pubblico (3)
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2008	2007	2008	2008
Bulgaria	6,2	6,0	7,6	12,0	-22,5	-24,8	114,0	0,1	1,5	14,1
Estonia	6,3	-3,6	6,7	10,6	-18,3	-9,1	131,4	2,7	-3,0	4,8
Lettonia	10,0	-4,6	10,1	15,3	-22,5	-13,6	138,0	-0,4	-4,0	19,5
Lituania	8,9	3,0	5,8	11,1	-15,1	-12,2	76,2	-1,0	-3,2	15,6
Polonia	6,7	4,9	2,6	4,2	-5,1	-5,3	54,7	-1,9	-3,9	47,1
Repubblica Ceca	6,0	3,2	3,0	6,3	-1,5	-3,1	41,8	-0,6	-1,5	29,8
Romania	6,2	7,1	4,9	7,9	-13,5	-12,3	59,1	-2,5	-5,4	13,6
Slovacchia	10,4	6,4	1,9	3,9	-5,1	-6,8	59,8	-1,9	-2,2	27,6
Ungheria	1,2	0,6	7,9	6,0	-6,2	-8,4	157,9	-4,9	-3,4	73,0
<i>Per memoria:</i>										
Area dell'euro	2,7	0,8	2,1	3,3	0,4	-0,7	....	-0,6	-1,9	69,3

Fonte: elaborazioni su dati BCE, Commissione europea, Eurostat, Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub e statistiche nazionali.
(1) Viene inclusa anche la Slovacchia, che ha adottato l'euro dal 1° gennaio 2009. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (3) In rapporto al PIL. – (4) Lordo.

Le economie che avevano accumulato i più gravi squilibri macroeconomici e finanziari negli ultimi anni sono risultate più vulnerabili al deterioramento delle condizioni esterne. In Lettonia ed Estonia, paesi caratterizzati da ampi disavanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti e da un elevato debito estero, il PIL è diminuito rispettivamente del 4,6 e del 3,6 per cento nel 2008. In Ungheria, dove anche la situazione dei conti pubblici risultava squilibrata, la crescita del prodotto si è pressoché arrestata. Grazie a fondamentali più solidi, le economie di Repubblica Ceca, Polonia e Slovacchia (che dal 1° gennaio 2009 ha adottato l'euro) sono state relativamente meno colpite dalla crisi, registrando un aumento del PIL pari, rispettivamente, al 3,2, 4,9 e 6,4 per cento. In Romania e Bulgaria, dove la crescita economica nel 2008 è rimasta elevata (intorno al 6-7 per cento), gli effetti della crisi si sono manifestati con ritardo.

In questi paesi negli ultimi mesi del 2008 l'indebolimento della domanda interna e il calo delle quotazioni delle materie prime hanno contenuto la dinamica dei prezzi al consumo, che era stata elevata nella prima metà dell'anno. Nel complesso del 2008 l'inflazione è salita, portandosi in media all'8,6 per cento, dal 5,6 nel 2007.

Nei paesi della regione con regime di cambio flessibile (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) la politica monetaria, che aveva assunto un orientamento restrittivo nella prima metà del 2008 al fine di contrastare l'aumento dell'inflazione, ha successivamente dovuto bilanciare l'azione di sostegno all'attività economica con la necessità di contrastare il deprezzamento delle valute locali (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*).

In Slovacchia, nel maggio dello scorso anno la parità centrale della corona veniva rivalutata del 17,6 per cento nell'ambito degli Accordi europei di cambio, costituendo poi il tasso di conversione irrevocabile ai fini dell'adozione dell'euro; conseguentemente, le autorità monetarie di questo paese hanno manovrato i tassi d'interesse al fine di allinearli con quelli decisi dall'Eurosistema. Dall'agosto scorso i tassi di riferimento sono stati ripetutamente ridotti in Polonia e nella Repubblica Ceca, per 225 punti base in entrambi i paesi; in Romania sono invece rimasti pressoché invariati fino all'inizio del maggio 2009, quando sono stati abbassati di 50 punti base. In Ungheria, nel tentativo di contrastare il deprezzamento del fiorino, le autorità hanno deciso alla fine di ottobre un aumento di 300 punti base, solo in parte riassorbito nei mesi successivi.

Nei paesi con regime di cambio fisso sono stati effettuati interventi espansivi attraverso la riduzione dei coefficienti di riserva obbligatoria, per 300 punti base in Lettonia e 200 in Lituania.

Nel 2008 i conti pubblici sono peggiorati in tutti i paesi, con l'eccezione di Bulgaria e Ungheria. Le autorità non hanno in generale tratto vantaggio dalla forte espansione economica degli anni precedenti per migliorare in misura adeguata i conti pubblici, con un duplice effetto negativo: nel breve periodo, le possibilità di contenere gli effetti della crisi mediante misure di stimolo fiscale e di rafforzare il sistema finanziario risultano limitate; nel medio termine, i tempi dell'adesione all'area dell'euro sono divenuti più incerti.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è attestato su livelli molto elevati nel 2008, prossimi o superiori al 10 per cento del PIL in Bulgaria, Romania, Lettonia, Lituania ed Estonia, nonostante in alcuni paesi la recessione abbia già indotto una diminuzione dello squilibrio.

Negli ultimi mesi le difficoltà a reperire fondi sui mercati internazionali per finanziare il passivo corrente e il debito estero in scadenza hanno spinto alcuni paesi a ricorrere all'assistenza finanziaria internazionale.

L'Ungheria e la Lettonia hanno ottenuto in ottobre e dicembre 2008 prestiti dalle istituzioni internazionali per 20 e 7,5 miliardi di euro, rispettivamente; la Romania ha ottenuto un prestito analogo, di importo pari a circa 20 miliardi, all'inizio di maggio. Le condizioni poste per la concessione dei fondi, tra cui misure di risanamento del bilancio pubblico e di moderazione della dinamica salariale, potrebbero contribuire a porre le basi per una crescita economica più sostenibile.

Nelle ultime settimane la Polonia si è rivolta al Fondo monetario internazionale (FMI) per ottenere una linea di credito precauzionale del valore di 20 miliardi di dollari circa, utilizzando il recente strumento introdotto dall'FMI a favore di paesi con solide condizioni di fondo e politiche virtuose (cfr. il capitolo 4: Le riforme del sistema finanziario internazionale).

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

Cina. – Nel 2008 la crescita è diminuita al 9 per cento, il tasso più basso dal 2001 (tav. 2.3). Nei primi tre trimestri la decelerazione dell'attività economica è stata guidata dalle misure restrittive adottate dalle autorità per ridimensionare la dinamica degli investimenti, in particolare nei comparti dell'industria pesante, delle costruzioni e dei servizi immobiliari, caratterizzati da un'espansione superiore alla media. Nel quarto trimestre, l'impatto della crisi globale è sopraggiunto in misura più forte del previsto, principalmente attraverso il brusco rallentamento delle esportazioni, mentre le ripercussioni sul sistema finanziario, ancora relativamente poco integrato con l'estero, sono state molto contenute.

Il principale contributo alla crescita dell'economia cinese è continuato a provenire dagli investimenti (4,1 per cento). Quello delle esportazioni nette è sceso allo 0,8 per cento, a fronte del 2,6 nel 2007.

Tavola 2.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India, Brasile e Russia (variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente (1)		Saldo di bilancio (1) (2)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Cina	13,0	9,0	4,8	5,9	10,9	9,8	0,9	-0,3
India	9,3	7,2	6,4	8,3	-1,0	-3,1	-5,2	-8,4
Brasile	5,7	5,1	3,6	5,7	0,1	-1,8	-2,2	-1,5
Russia	8,1	5,6	9,0	14,1	5,9	6,2	6,8	4,3

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) In rapporto al PIL. – (2) Amministrazioni pubbliche.

Nel quarto trimestre, nel contesto di peggiorate prospettive della domanda estera e diminuita profittabilità delle imprese, l'accumulazione di capitale è rallentata, in particolare nei settori dei servizi immobiliari, delle attività manifatturiere a basso valore aggiunto (tessile e abbigliamento) e dell'industria pesante; l'impatto negativo sulla crescita dovuto al rallentamento delle esportazioni è stato parzialmente compensato dal declino delle importazioni, soprattutto di prodotti intermedi.

Nel 2008 il contributo alla crescita dei consumi privati e pubblici è diminuito al 4,1 per cento, dal 5,3 nel 2007; la spesa delle famiglie ha registrato una sostanziale tenuta anche nell'ultima parte dell'anno, nonostante il deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Nel quarto trimestre, infatti, i salari nominali nelle aree urbane hanno decelerato e nei primi mesi del 2009 l'incidenza della disoccupazione è aumentata, sia quella rilevata ufficialmente sia quella ascrivibile ai migranti non registrati provenienti dalle aree rurali.

L'inflazione al consumo, dopo aver raggiunto un picco dell'8,7 per cento nel febbraio del 2008, è diminuita rapidamente in seguito dapprima alla decelerazione del costo dei prodotti alimentari ed energetici e successivamente al generalizzato rallentamento della domanda, portandosi dal febbraio dell'anno in corso su valori leggermente negativi.

A partire dallo scorso settembre l'intonazione della politica monetaria è decisamente mutata in senso espansivo. La Banca centrale, che nei primi otto mesi dell'anno aveva aumentato il coefficiente di riserva obbligatoria fino al 17,5 per cento, lo ha successivamente ridotto al 15; tra settembre e dicembre il tasso di interesse di riferimento sui prestiti bancari, è stato portato dal 7,47 al 5,31 per cento. In seguito a queste misure, e alla sospensione dei vincoli quantitativi sugli impieghi a specifici settori, il credito bancario ha accelerato nettamente, al tasso del 30 per cento sui dodici mesi nel marzo dell'anno in corso, dal 15 per cento in settembre.

Lo scorso novembre il Consiglio di Stato ha annunciato un ingente programma di interventi a sostegno dell'economia, per un ammontare pari a 4.000 miliardi di yuan (circa 580 miliardi di dollari) da realizzarsi nel triennio 2008-2010. Solo una parte del piano dovrebbe essere finanziata dal governo centrale (173 miliardi di dollari), mentre la restante quota graverebbe sulle amministrazioni locali e sulle principali banche. Secondo stime dell'FMI, la dimensione effettiva della nuova spesa prevista dal piano è pari a circa 315 miliardi di dollari, distribuita nel triennio in misura pari allo 0,4 per cento del PIL nel 2008, 3,2 nel 2009 e 2,7 nel 2010.

Il piano di stimolo privilegia la spesa in grandi infrastrutture pubbliche, soprattutto strade, ferrovie e aeroporti (38 per cento del programma complessivo), progetti di edilizia popolare e di ricostruzione delle aree colpite dal terremoto del maggio 2008 (35 per cento) e altre opere pubbliche (10 per cento). La forte espansione del credito bancario nel primo trimestre del 2009 e la netta accelerazione della spesa per investimenti nei settori del trasporto e delle costruzioni sembrano indicare una rapida attuazione del piano. A marzo, il governo centrale aveva stanziato fondi per 34 miliardi di dollari a questo scopo; inoltre, alle amministrazioni locali è stata data la possibilità di indebitarsi attraverso il Ministero delle finanze per circa 30 miliardi nel 2009; sono stati anche previsti maggiori trasferimenti dal governo centrale per circa 87 miliardi.

Le autorità hanno inoltre annunciato maggiori stanziamenti per lo sviluppo dei servizi pubblici e dei programmi assistenziali a favore della fascia di popolazione più vulnerabile, inclusa quella delle aree rurali più povere. Le riforme nel campo dei servizi sociali sono volte altresì a favorire l'incremento dei consumi privati.

All'inizio del 2009 è stato varato un piano di riforma del sistema sanitario (120 miliardi di dollari nel triennio 2009-2011) che mira a estendere l'accesso ai servizi medico-sanitari di base alla maggior parte (90 per cento) della popolazione. Altre misure di sicurezza sociale, le cui modalità non sono tuttavia ancora state definite, dovrebbero fornire assistenza in caso di disoccupazione, infortunio sul lavoro e nascita di figli.

Nel primo trimestre del 2009 l'aumento del PIL è stato del 6,1 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente; in aprile la produzione industriale è aumentata del 7,3 per cento sui dodici mesi e l'accumulazione di capitale ha accelerato, in particolare nei settori che più hanno beneficiato dell'intervento pubblico; è proseguita, invece, la contrazione delle esportazioni.

India. – Nel 2008 l'economia è cresciuta del 7,2 per cento, un ritmo inferiore a quello registrato nel precedente triennio (oltre il 9 per cento in media). Nel quarto trimestre il prodotto ha nettamente decelerato, al 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 2007, riflettendo il brusco rallentamento degli investimenti e il calo delle esportazioni. La trasmissione della crisi è stata in parte attenuata dal grado ancora relativamente basso di integrazione internazionale del paese.

L'inflazione, che in agosto aveva raggiunto valori elevati (il 12,8 per cento sui dodici mesi, sulla base dei prezzi alla produzione), è successivamente diminuita, consentendo alla Banca centrale di abbassare da settembre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento e il coefficiente di riserva obbligatoria, rispettivamente di 2,5 e 3,5 punti percentuali.

Nel 2008 il sentiero di consolidamento delle finanze pubbliche avviato nel 2004 si è interrotto, in conseguenza dell'aumento della spesa corrente nella prima parte dell'anno riconducibile in parte all'aumento dei sussidi per l'acquisto di prodotti agricoli ed energetici. Nello scorcio dell'anno e nel gennaio di quello in corso il governo ha annunciato alcune misure di sostegno all'economia, incentrate su una riduzione dell'imposizione indiretta e un aumento della spesa per le infrastrutture; l'impatto di tali misure sul saldo di bilancio dell'anno fiscale terminato a marzo 2009 sarebbe quantificabile in circa lo 0,6 per cento del PIL.

Brasile. – Nel 2008 la crescita è rimasta sostenuta (5,1 per cento), anche se leggermente inferiore a quella del 2007. Il traino è provenuto dalla domanda interna, sia per consumi (5,4 per cento), che hanno beneficiato delle condizioni eccezionalmente favorevoli del mercato del lavoro, sia per investimenti, che sono aumentati al tasso più elevato (13,7 per cento) da oltre un decennio.

Nel quarto trimestre, il peggioramento delle ragioni di scambio, indotto dal calo dei prezzi dei prodotti agricoli e dei metalli di cui il paese è esportatore netto, e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento per imprese e famiglie, connesso al brusco deflusso di capitali esteri, hanno determinato un netto indebolimento della congiuntura. Il prodotto è diminuito del 3,6 per cento rispetto al periodo precedente, riflettendo soprattutto la caduta degli investimenti.

Le pressioni inflazionistiche, che erano aumentate nella prima parte del 2008, si sono progressivamente attenuate, consentendo alla Banca centrale, che persegue un obiettivo esplicito di inflazione, di interrompere in ottobre l'azione di restrizione avviata in primavera. Nel gennaio del 2009, per la prima volta da quasi due anni, le autorità hanno deciso una riduzione del tasso ufficiale, seguita da due ulteriori tagli in marzo e in aprile, che ne hanno portato il livello al 10,25 per cento, dal 13,75 della fine di ottobre.

Negli ultimi mesi il governo ha varato misure di sostegno alla domanda, comprensive di agevolazioni fiscali a famiglie e imprese e di un largo prestito a tassi agevolati per realizzare investimenti nel settore energetico, dando inoltre impulso al piano di sviluppo infrastrutturale deciso nel 2007. L'FMI stima che le nuove misure avranno un impatto sul bilancio pari allo 0,7 per cento del PIL nel biennio 2009-2010.

Russia. – Nel 2008 l'economia è cresciuta del 5,6 per cento, il ritmo più basso dal 2002. L'espansione del PIL è rimasta sostenuta nei primi tre trimestri; nel quarto la caduta dei prezzi delle materie prime e i cospicui deflussi di capitale bancario hanno provocato una flessione dell'attività economica.

L'inflazione, che nella prima parte del 2008 era stata sospinta dalla forte dinamica della domanda e dal rincaro dei prodotti alimentari, ha continuato a collocarsi su valori elevati, intorno al 14 per cento.

La Banca centrale ha innalzato il tasso di interesse di riferimento dal 10 al 13 per cento; la sua azione è divenuta più decisa da novembre, per contrastare cospicui deflussi di capitale all'estero; nel contempo i coefficienti di riserva obbligatoria sono stati ridotti in prossimità dello zero per fornire liquidità al sistema bancario. Da settembre le autorità hanno risposto alle forti pressioni al ribasso sul rublo intervenendo sul mercato dei cambi e adottando una strategia di graduale svalutazione.

L'avanzo di parte corrente ha continuato ad attestarsi su valori elevati, intorno al 6 per cento del PIL, riflettendo l'aumento del prezzo del petrolio nella prima parte dell'anno; nel quarto trimestre, tuttavia, il surplus si è dimezzato in seguito al crollo dei ricavi da esportazioni energetiche. Le ripercussioni sui conti pubblici sono rilevanti: il saldo di bilancio, in avanzo del 4,3 per cento del PIL nel 2008, dovrebbe registrare un forte deficit nel 2009.

Nel 2008 il governo è intervenuto con ingenti misure a sostegno del sistema finanziario e del credito al settore privato, valutabili intorno al 7 per cento del PIL. Per aumentare la liquidità del sistema bancario, sono stati depositati fondi pubblici presso le banche e sono stati erogati prestiti subordinati attraverso la principale banca statale di sviluppo; attraverso quest'ultima, parte delle riserve ufficiali è stata resa disponibile per rifinanziare il debito in valuta del settore privato. Per il 2009 sono state annunciate misure di stimolo che comprendono riduzioni di imposte sulle imprese e spese addizionali per un importo complessivo pari a circa il 4 per cento del PIL.

3. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

Il commercio mondiale di beni e servizi ha decelerato bruscamente nel 2008, espandendosi solo del 3,3 per cento, a causa del marcato indebolimento delle importazioni dei paesi avanzati a cui si è aggiunta, nell'ultimo trimestre dell'anno, una caduta degli scambi che ha interessato tutte le aree del mondo.

I prezzi delle materie prime hanno avuto andamenti radicalmente diversi fra la prima e la seconda metà dell'anno. Fino all'estate, si sono intensificate le pressioni al rialzo sulle quotazioni del petrolio e delle altre materie di base; successivamente, con il consolidarsi di attese di un forte peggioramento della congiuntura globale, i prezzi hanno iniziato a flettere drasticamente.

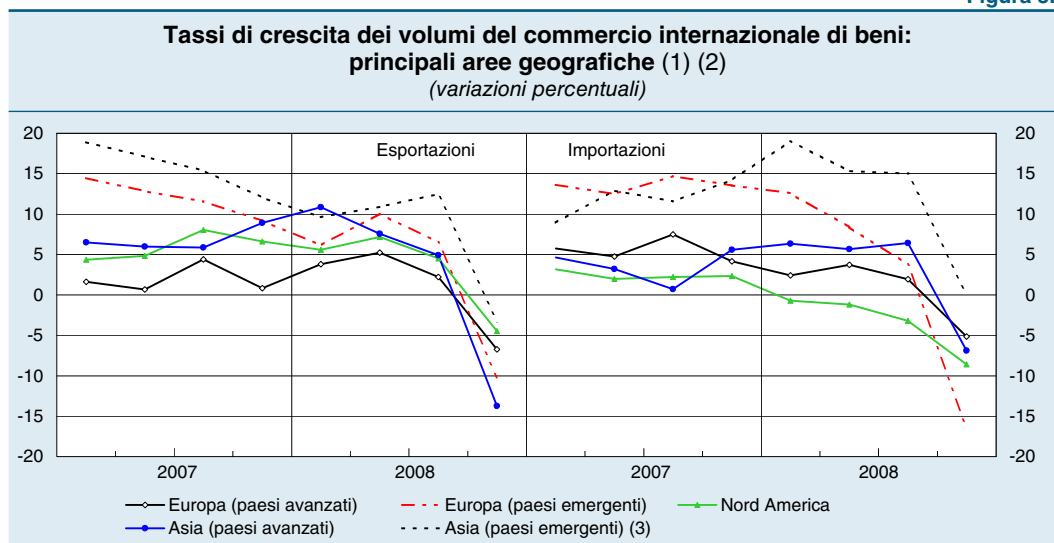
Il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si è ridotto nel 2008 a 673 miliardi di dollari (731 nel 2007), sebbene nella prima metà dell'anno il rincaro del greggio abbia compensato gli effetti di contenimento del deficit derivanti dall'indebolimento della domanda interna degli Stati Uniti e dal deprezzamento del dollaro. A fronte di un ampliamento del surplus dei principali paesi esportatori di petrolio, salito a 600 miliardi di dollari, si è ridotto quello dei paesi dell'Asia, con l'eccezione della Cina, il cui avanzo corrente è aumentato a 426 miliardi.

Il commercio internazionale

Nel 2008 il ritmo di sviluppo degli scambi mondiali di beni e servizi è sceso al 3,3 per cento (dal 7,2 nel 2007), il valore più basso dal 2001. Già nella prima metà del 2008 erano decelerate le importazioni dei paesi avanzati; nel quarto trimestre, in concomitanza con l'acuirsi della crisi economica e finanziaria, si è registrata una drastica caduta dei flussi commerciali che ha riguardato simultaneamente tutte le principali aree del mondo (fig. 3.1).

Si stima che nell'ultimo trimestre del 2008 il volume globale degli scambi di soli beni si sia ridotto di circa un quarto (su base annua rispetto al trimestre precedente). Dal lato delle esportazioni, la riduzione più marcata ha interessato le economie dell'Asia più specializzate nella produzione di beni capitali e di consumo durevoli, per loro natura molto sensibili al ciclo economico; la contrazione delle importazioni è stata invece più netta in alcuni paesi emergenti dell'Europa. I dati preliminari relativi al primo trimestre del 2009 mostrano alcuni segnali di stabilizzazione del commercio a partire dallo scorso febbraio; ciò nonostante, il crollo registrato tra novembre e gennaio peserà molto negativamente sui risultati complessivi del 2009.

Figura 3.1

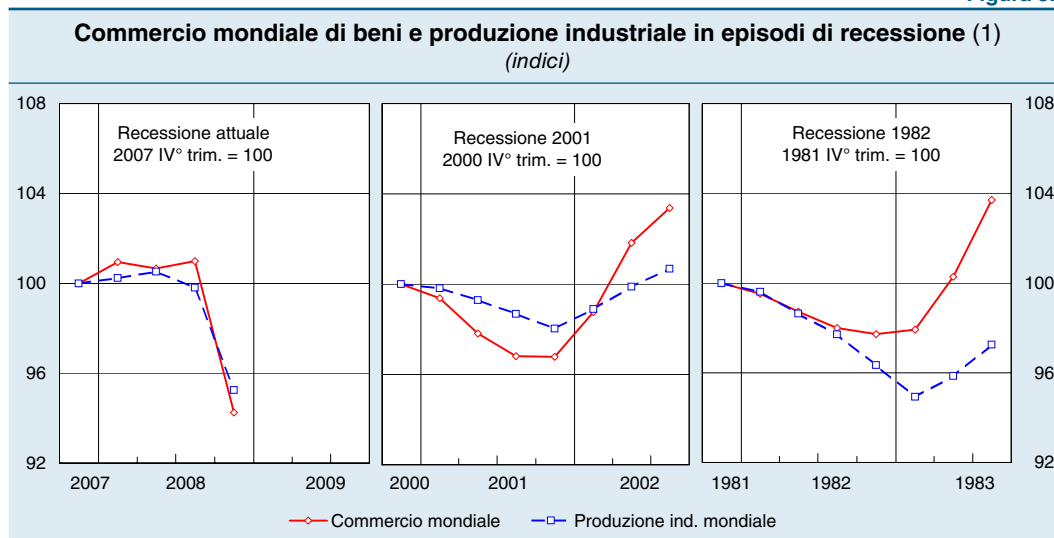


Fonte: elaborazioni su dati FMI, National Bureau of Statistics of China, OCSE.

(1) I tassi di crescita sono calcolati sul periodo corrispondente dell'anno precedente. – (2) Il Nord America include Stati Uniti e Canada; l'Europa (paesi avanzati) include Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera; l'Europa (paesi emergenti) include Polonia, Ungheria e Turchia; l'Asia (paesi avanzati) include Giappone e Corea del Sud; l'Asia (paesi emergenti) include Cina, India, Indonesia e Thailandia. – (3) Nel caso di Cina, India e Indonesia i flussi di esportazioni e importazioni in valore sono deflazionati con l'indice di prezzo in dollari (periodo corrispondente dell'anno precedente = 100) delle esportazioni e importazioni cinesi.

La contrazione del commercio nel quarto trimestre del 2008 è stata di intensità inusitata, riflettendo il calo, pure molto profondo, dell'attività economica misurata dalla produzione industriale globale (fig. 3.2).

Figura 3.2



Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

(1) La produzione industriale mondiale è calcolata come media ponderata della produzione industriale dei paesi OCSE e di quella dei paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina).

Confrontando gli andamenti del commercio di beni e della produzione industriale durante l'attuale fase ciclica negativa (avviatasi alla fine del 2007) e le due precedenti recessioni globali, quella del 2001 e quella, più marcata, del 1982, il calo del commercio nel quarto trimestre del 2008, pari a oltre il 5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, risulta relativamente più marcato. Nell'analoga fase dei due precedenti episodi di rallentamento globale, la riduzione del commercio si è infatti commisurata a circa il 3 e il 2 per cento, rispettivamente.

L'elasticità del commercio alla produzione industriale, misurata sui tassi di variazione rispetto al trimestre corrispondente, è stata nella media del 2008 superiore a 2, un valore che, seppur non inusuale, risulta piuttosto elevato.

Una possibile spiegazione, coerente con l'indebolimento relativamente forte delle importazioni nei paesi emergenti a più basso costo del lavoro, è che i processi di frammentazione e delocalizzazione internazionale della produzione abbiano amplificato l'impatto negativo della caduta della domanda dei paesi avanzati sul commercio internazionale, in particolare nei paesi emergenti. L'interruzione dell'attività di un'impresa in un paese, dovuta alle peggiorate condizioni di profittabilità e finanziarie, può avere effetti a catena sulle imprese di altri paesi, a cui fa venir meno i semilavorati impiegati nelle fasi di produzione successive.

Un altro fattore di freno al commercio, soprattutto dopo il brusco peggioramento delle condizioni finanziarie nello scorso settembre, è stato rappresentato dal più difficoltoso accesso al credito commerciale, principalmente per le imprese di minore dimensione operanti in settori a basso valore aggiunto o in paesi con sistemi bancari meno sviluppati.

Sebbene non esistano evidenze statistiche complete al riguardo, alcune indicazioni sono fornite da un recente sondaggio, condotto congiuntamente dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dalla Bankers' Association for Finance and Trade presso un gruppo di banche operanti nei paesi avanzati ed emergenti. Durante lo scorso anno il costo degli strumenti di assicurazione e finanziamento a breve e a medio termine del commercio sarebbe nettamente aumentato, non solo per l'incremento del costo di approvvigionamento dei fondi per le banche stesse, ma anche per il più elevato differenziale applicato sui prestiti commerciali. Mentre i finanziamenti connessi con scambi tra i paesi avanzati non ne sarebbero stati influenzati significativamente, ne avrebbero risentito quelli in cui il flusso di beni sottostante avviene con una delle controparti localizzata nei paesi in via di sviluppo. Per ovviare a questi vincoli, i governi dei paesi del G20 hanno annunciato in aprile ulteriori misure di sostegno pubblico al credito e all'assicurazione commerciale, attraverso il potenziamento dell'attività delle agenzie nazionali di credito all'esportazione e la dotazione di nuovi fondi presso le banche multilaterali di sviluppo.

Un ulteriore elemento che potrebbe pesare negativamente sul commercio mondiale è il rischio di un aumento delle misure di protezione commerciale in varie parti del mondo. Fino a ora queste iniziative sono state di portata abbastanza limitata e si sono mantenute all'interno dei margini consentiti dalla disciplina vigente codificata nei Trattati dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC). Tuttavia, una volta introdotte, le misure di protezione sono difficili da rimuovere; inoltre, una loro moltiplicazione potrebbe avere effetti deleteri in quanto innescherebbe, molto probabilmente, un ciclo di ritorsioni da parte dei paesi danneggiati dalle misure restrittive.

Nel 2008 la frequenza con cui sono state avviate azioni difensive volte all'imposizione di dazi antidumping, in particolare a danno di produzioni cinesi, è aumentata del 28 per cento rispetto all'anno precedente; negli ultimi sei mesi alcuni paesi, soprattutto emergenti, hanno introdotto nuove barriere alle importazioni, in particolare di prodotti siderurgici. Alcuni paesi industriali hanno introdotto forme mascherate di discriminazione nei confronti di produttori stranieri, nell'ambito di programmi di sostegno pubblico alle industrie più colpite dalla recessione, come quella automobilistica, o nelle clausole degli appalti pubblici previsti dai programmi di stimolo fiscale.

Un'opportunità è stata purtroppo mancata lo scorso anno, quando è fallito il tentativo di raggiungere un accordo, seppure provvisorio e parziale, che avrebbe consentito una conclusione in tempi più brevi del negoziato multilaterale di liberalizzazione commerciale del Doha Round.

I negoziati, avviati nel 2001, hanno avuto una battuta d'arresto nel luglio del 2008, in seguito al fallimento del tentativo dell'OMC di concludere un accordo interinale sulle modalità di liberalizza-

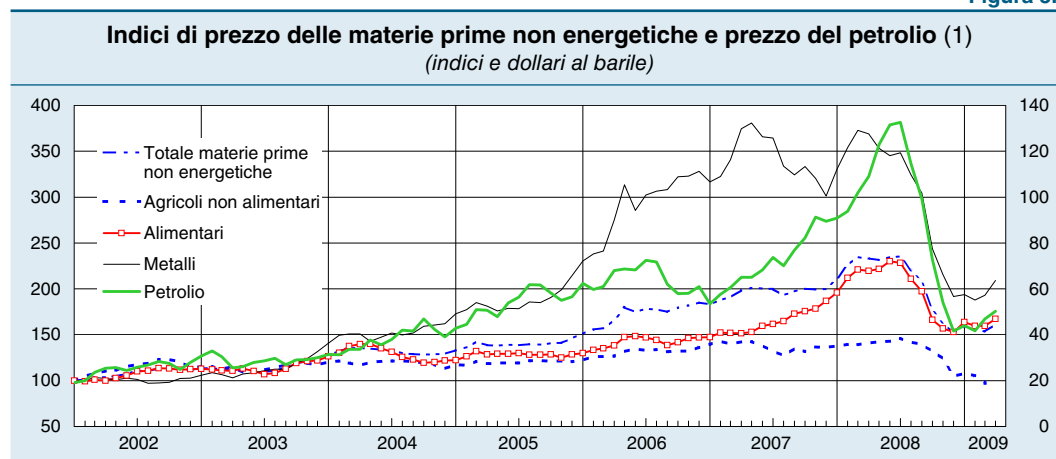
zione del settore agricolo (incluse l'eliminazione dei sussidi alle esportazioni e l'introduzione di vincoli più stringenti agli aiuti alla produzione) e di ridurre i dazi sulle importazioni di prodotti industriali. Le persistenti divergenze su tali questioni hanno inibito progressi concreti su altri importanti fronti del negoziato, tra cui la liberalizzazione dei servizi commerciali e la riforma delle regole del commercio.

Affinché questa situazione di stallo venga superata, è necessario che i governi dei paesi del G20 si attengano all'impegno, assunto solennemente in occasione del recente vertice di aprile, di non ricorrere, fino alla fine del prossimo anno, a misure di restrizione del commercio di beni o servizi o dei movimenti di capitale, specie se indirizzati verso paesi in via di sviluppo. La decisione di rafforzare il monitoraggio sulle nuove misure commerciali e sugli interventi di politica economica con potenziali effetti sul commercio, affidato all'OMC e alle altre istituzioni internazionali e da effettuarsi con cadenza trimestrale e modalità di pubblica diffusione, contribuirà, aumentando la trasparenza, al rispetto di questo impegno.

I prezzi delle materie di base

I prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche sono aumentati, rispettivamente, del 36,4 e del 7,5 per cento nella media del 2008; tuttavia, il loro andamento ha subito una netta inversione nel corso dell'anno. Nella prima metà del 2008 è proseguita la prolungata fase di crescita avviata nel 2002 (fig. 3.3). All'apice di quest'ultima, raggiunto nel corso dell'estate, il prezzo del greggio e quello dei metalli risultavano superiori al livello prevalente all'inizio del ciclo ascendente di circa quattro e tre volte, rispettivamente; i prezzi dei prodotti alimentari, meno influenzati dal ciclo economico, erano più che raddoppiati sotto la spinta di fattori di natura strutturale quali la sostenuta espansione della domanda a scopo alimentare nei paesi in via di sviluppo e il loro crescente impiego nella produzione di biocarburanti.

Figura 3.3



Fonte: FMI.

(1) Per le materie prime non energetiche, indici: gennaio 2002=100 (scala di sinistra). Per il petrolio, prezzo medio in dollari delle tre principali qualità (Brent, Dubai e WTI; scala di destra).

Gli ultimi mesi della fase ascendente dei prezzi – dallo scorcio del 2007 fino alla metà del 2008 – sono stati contraddistinti sia da un'accelerazione delle quotazioni in dollari, in primo luogo del petrolio, sia da una loro elevata variabilità. In un contesto di rallentamento dei consumi nei paesi avanzati, ciò potrebbe aver riflesso soprattutto l'ope-

rare di vincoli dal lato dell'offerta, divenuti più stringenti dopo oltre un quinquennio di forte espansione della domanda.

Un ulteriore impulso ai prezzi potrebbe essere provenuto, nello stesso periodo, dall'allentamento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti. Nella prima metà del 2008, la diminuzione del tasso di interesse reale a breve termine statunitense ha da un lato concorso ad accentuare il deprezzamento del dollaro, dall'altro innescato una ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali verso strumenti finanziari legati ad attività reali, tra cui le stesse materie prime.

La relazione tra politica monetaria statunitense e prezzi delle materie prime è stata esaminata tramite un modello autoregressivo vettoriale (VAR) dell'economia degli Stati Uniti, solitamente utilizzato per analizzare gli effetti di shock al tasso d'interesse, stimato con dati mensili sul periodo gennaio 1965-aprile 2008.

I risultati dell'esercizio suggeriscono che, all'aprile dello scorso anno, circa un quarto della differenza tra il livello effettivo del prezzo del petrolio e quello implicito nello scenario di base (cioè quello che si sarebbe realizzato in assenza di qualunque tipo di shock) fosse da ricondurre a variazioni del tasso di interesse a breve termine, che non rappresentano una risposta endogena ai movimenti delle altre variabili. Una parte più cospicua di tale differenza – pari a quasi la metà – sarebbe da attribuire a shock relativi all'offerta di petrolio, opportunamente identificati. La restante parte dell'aumento del prezzo sarebbe spiegata da altri fattori, inclusi gli shock di domanda.

Nella seconda metà del 2008, con il consolidarsi di attese di una netta decelerazione dell'attività economica mondiale, i prezzi delle materie prime hanno registrato crolli generalizzati. Nel primo trimestre dell'anno in corso i consumi mondiali di petrolio risultavano del 3,6 per cento inferiori a quelli dello stesso periodo del 2008 (tav. 3.1).

Tavola 3.1

PAESI E AREE	Domanda di petrolio (milioni di barili al giorno)					
	2003-2004	2005-2006	2007	1° semestre 2008	2° semestre 2008	1° trimestre 2009
Mondo	80,9	84,7	86,0	86,3	85,2	83,8
OCSE (1)	24,1	24,2	23,7	23,4	23,1	22,9
Nord America	25,0	25,5	25,5	24,7	23,9	23,6
non OCSE (2)	26,0	28,0	29,2	30,3	30,4	29,8
Cina	6,0	7,0	7,6	8,0	7,9	7,6

Fonte: IEA, Oil Market Report.
(1) Escluso il Nord America. – (2) Esclusa la Cina.

La contrazione dei consumi petroliferi nei paesi industriali è in atto da oltre un biennio, in risposta ai prezzi elevati, ma si è accentuata dalla fine del 2007 con l'inizio della recessione negli Stati Uniti. Nella seconda metà del 2008 si è arrestata la crescita della domanda dei paesi emergenti.

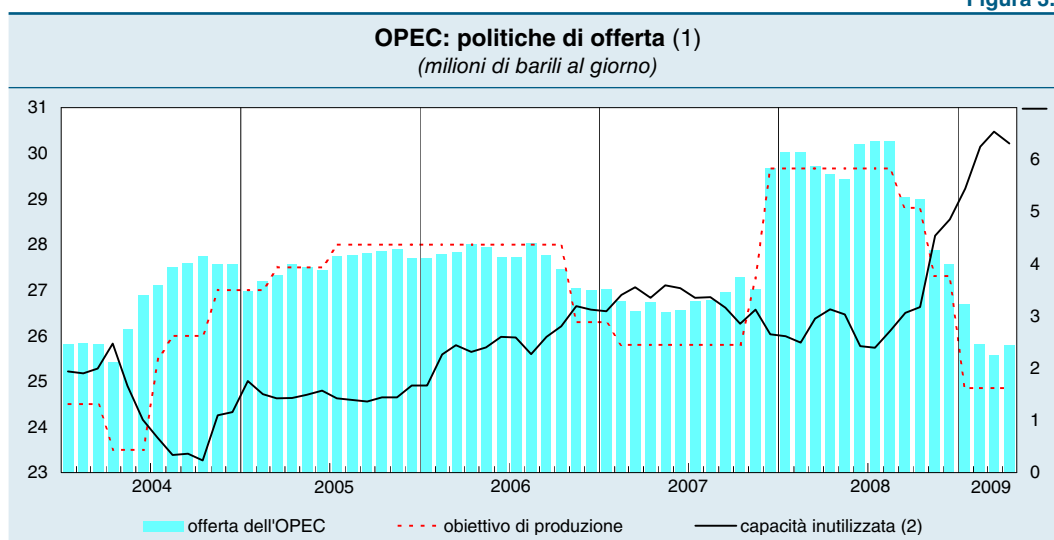
Lo scorso settembre, in seguito al rapido accumulo delle scorte di greggio nei paesi industriali e al peggioramento delle prospettive di domanda, il cartello dell'OPEC decideva di attuare una strategia di riduzione dell'offerta (fig. 3.4).

La riduzione dell'offerta da parte dell'OPEC diveniva più incisiva a partire dallo scorso novembre, in seguito al rapido calo del prezzo del petrolio sotto i 60 dollari al barile, dal picco di oltre 130 dollari raggiunto in luglio. Tra ottobre 2008 e aprile 2009 la produzione effettiva del cartello veniva ridotta di 3,2 milioni di barili al giorno (equivalenti al 3,8 per cento della domanda globale prevista per il 2009); dopo sei mesi dalla decisione circa l'80 per cento del taglio programmato risultava realizzato, a fronte di una quota di adesione pari mediamente al 66 per cento nei precedenti episodi di restrizione dell'offerta. La riduzione della produzione, insieme con la nuova capacità produttiva nel frattempo resasi

disponibile, ha indotto un ampliamento dei margini inutilizzati del cartello riportandoli sul livello più alto dalla metà del 2002.

Dopo il minimo di 41,5 dollari al barile toccato in dicembre, nei primi mesi del 2009 le quotazioni del petrolio si sono stabilizzate; dallo scorso marzo si sono manifestati segnali di ripresa, che hanno spinto il prezzo oltre i 55 dollari. Riflettendo un miglioramento delle attese sull'andamento della domanda globale, alla fine della seconda decade di maggio la curva dei futures relativi alla qualità WTI, la cui quotazione spot era pari a circa 60 dollari, indicava prezzi in graduale ascesa fino a 64,8 dollari per la fine di quest'anno e a 69,4 dollari per quella del 2010.

Figura 3.4



Fonte: IEA, Oil Market Report.

(1) Escluso l'Iraq, per cui non è definito alcun obiettivo di produzione e, da settembre 2008, l'Indonesia la cui partecipazione al cartello è ufficialmente sospesa. Dal dicembre 2007, include anche Angola e Ecuador. – (2) Scala di destra.

Si è stabilizzato anche l'indice delle quotazioni in dollari dei principali metalli, che a febbraio scorso risultava pressoché dimezzato rispetto al livello di un anno prima, soprattutto in seguito al crollo della domanda di rame e di alluminio, più intensamente impiegati nell'edilizia e nell'industria automobilistica. I prezzi dei beni alimentari, che hanno registrato perdite relativamente più contenute durante la seconda metà del 2008 (dell'ordine del 30 per cento), hanno segnato un lieve recupero nei primi mesi dell'anno in corso.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti

Nel 2008 il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si è ridotto per il secondo anno consecutivo, al 4,7 per cento del PIL (contro il 6,0 e il 5,3 per cento del 2006 e del 2007, rispettivamente), riflettendo il miglioramento del saldo della bilancia dei servizi e di quella dei redditi da capitale (tav. 3.2). Nel complesso dell'anno il deficit commerciale è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2007, a circa 820 miliardi di dollari: il valore particolarmente elevato segnato nei primi nove mesi dell'anno (oltre 860 miliardi in ragione d'anno) ha riflesso principalmente l'incremento del 50 per cento circa degli esborsi per acquisti di prodotti energetici, compensato dal forte calo nell'ultimo trimestre, derivante dal drastico ridimensionamento delle quotazioni del greggio. Per il quarto anno consecutivo l'andamento

dei volumi dei beni è stato favorevole al riassorbimento dello squilibrio commerciale: le importazioni sono diminuite del 3,4 per cento, mentre le esportazioni, nonostante una forte riduzione nell'ultimo trimestre a seguito della contrazione del commercio mondiale, sono cresciute di oltre il 6 per cento nella media dell'anno.

Tavola 3.2

Saldo di conto corrente delle bilance dei pagamenti e flussi di riserve valutarie									
PAESI E AREE	Saldo di conto corrente (1)						Flussi di riserve valutarie		
	2006		2007		2008		2006	2007	2008 (2)
	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari
Stati Uniti	-788,1	-6,0	-731,2	-5,3	-673,3	-4,7	0,8	4,7	7,1
Area dell'euro	-11,9	-0,1	15,8	0,1	-137,6	-1,0	12,3	18,6	16,5
Giappone	170,4	3,9	211,0	4,8	157,1	3,2	45,4	73,1	56,6
Regno Unito	-83,1	-3,4	-80,4	-2,8	-45,0	-1,7	2,2	8,3	-4,6
Canada	17,9	1,4	12,6	0,9	11,3	0,6	2,0	6,0	2,8
America latina	47,7	1,5	13,4	0,4	-28,3	-0,7	55,0	134,9	51,7
Asia	372,5	6,2	518,0	7,1	503,8	5,9	395,2	694,5	408,9
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	90,0	5,5	103,3	5,7	76,1	4,4	70,4	73,6	1,5
<i>Corea del Sud</i>	5,4	0,6	5,9	0,6	-6,4	-0,7	28,6	23,3	-61,0
<i>Hong Kong</i>	22,9	12,1	25,5	12,3	30,6	14,2	8,9	19,5	29,8
<i>Singapore</i>	35,4	25,5	39,0	23,3	26,8	14,7	20,1	26,7	11,2
<i>Taiwan</i>	26,3	7,2	33,0	8,6	25,0	6,4	12,9	4,2	21,4
ASEAN-4	38,7	4,6	53,8	5,3	39,1	3,3	38,9	62,9	11,2
<i>Filippine</i>	5,3	4,5	7,1	4,9	4,2	2,5	4,1	10,2	3,0
<i>Indonesia</i>	10,9	3,0	10,5	2,4	0,6	0,1	8,0	13,9	-5,4
<i>Malaysia</i>	25,5	16,3	29,2	15,6	38,7	17,4	12,3	18,9	-9,9
<i>Thailandia</i>	2,3	1,1	14,0	5,7	-0,2	-0,1	14,6	19,9	23,4
India	-9,5	-1,1	-10,9	-1,0	-37,5	-3,1	38,8	96,3	-19,6
Cina	253,3	9,5	371,8	10,9	426,1	9,8	247,0	461,8	415,8
Europa centrale e orientale	-82,5	-6,5	-122,1	-7,7	-142,2	-7,6	47,3	59,7	-0,6
Principali paesi esportatori di petrolio	484,3	12,0	456,0	9,5	600,4	10,2	212,8	320,2	-44,3
OPEC (3)	335,9	19,0	325,2	15,8	430,2	16,2	81,0	134,2	11,8
<i>Algeria</i>	29,0	24,8	30,6	22,6	37,1	23,2	21,6	32,4	32,9
<i>Arabia Saudita</i>	99,6	27,9	95,8	25,1	139,0	28,9	1,0	6,2	-3,4
<i>Emirati Arabi Uniti</i>	37,1	22,6	29,0	16,1	41,1	15,8	6,6	49,6	-45,5
<i>Indonesia</i>	10,9	3,0	10,5	2,4	0,5	0,1	8,0	13,9	-5,4
<i>Iran</i>	20,4	9,2	34,1	11,9	17,8	5,2	....	....	....
<i>Kuwait</i>	50,6	49,8	50,0	44,7	70,6	44,7	3,7	4,1	0,4
<i>Libia</i>	25,2	45,8	23,6	33,8	39,2	39,2	19,8	20,1	12,9
<i>Nigeria</i>	19,9	13,5	9,7	5,8	9,6	4,5	14,0	9,0	10,7
<i>Qatar</i>	16,1	28,3	22,0	30,9	36,1	35,3	0,8	4,0	0,2
<i>Venezuela</i>	27,2	14,7	20,0	8,8	39,2	12,3	5,5	-5,2	8,9
Messico	-4,4	-0,5	-8,2	-0,8	-16,0	-1,5	2,2	10,8	8,0
Norvegia	58,1	17,2	62,0	15,9	83,8	18,4	9,9	4,0	-9,9
Russia	94,7	9,5	77,0	5,9	102,3	6,2	119,7	171,2	-54,2

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 (secondo stime dell'FMI è stato pari a 176,1 miliardi di dollari nel 2006, a 243,8 miliardi di dollari nel 2007 e a 249,5 miliardi di dollari nel 2008). – (2) Nigeria, primi nove mesi. – (3) L'aggregato OPEC non include Angola, Ecuador e Iraq; include l'Indonesia. I flussi di riserve valutarie escludono l'Iran.

Nel 2008 il disavanzo degli Stati Uniti è stato finanziato da afflussi di capitali dall'estero in misura molto inferiore rispetto ai quattro anni precedenti (tav. 3.3); nell'ultimo trimestre, in particolare, un contributo significativo è provenuto dalla riduzione delle attività sull'estero detenute dai residenti, in un contesto caratterizzato da un forte incremento dell'avversione al rischio.

Tavola 3.3

Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi netti di capitali di non residenti (1) (miliardi di dollari)						
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Totale (2)	858,3	1.533,2	1.247,3	2.061,1	2.057,7	599,0
<i>Per tipo di flusso</i>						
Investimenti diretti	63,8	146,0	112,6	242,0	237,5	325,3
Investimenti di portafoglio	520,3	766,8	875,1	1.099,3	979,2	293,9
di cui: <i>azioni</i>	34,0	61,8	89,3	145,6	197,5	30,2
<i>titoli di debito</i>	486,3	705,0	785,8	953,7	781,7	263,7
Altri investimenti	274,2	620,4	259,7	719,8	841,0	-20,1
<i>Per tipo di investitore estero</i>						
Afflussi di capitali da investitori privati	580,2	1.135,4	988,1	1.573,2	1.646,6	177,7
Afflussi di capitali da autorità ufficiali estere	278,1	397,8	259,3	487,9	411,1	421,4
<i>Per memoria:</i>						
Saldo del conto delle partite correnti	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-673,3
Saldo del conto capitale	-3,5	-2,4	-4,0	-3,9	-1,8	-2,6
Saldo del conto finanziario (3)	532,9	532,3	700,7	839,1	774,3	532,0
Investimenti diretti	-85,8	-170,3	76,4	0,7	-95,7	7,4
Investimenti di portafoglio	373,6	596,2	623,9	734,1	690,5	384,8
Altri investimenti	243,6	103,5	-13,6	72,2	173,2	159,2
Transazioni in strumenti derivati	....	....	....	29,7	6,5	-14,6
Variazione delle riserve	1,5	2,8	14,1	2,4	-0,1	-4,8
Errori e omissioni	-6,0	95,0	32,3	-47,1	-41,3	143,9

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.

Nel 2008 gli afflussi netti di capitali dall'estero si sono ridotti a 599 miliardi di dollari, da 2.058 nel 2007. Riflettendo soprattutto gli acquisti effettuati nei primi nove mesi dell'anno, nel complesso del 2008 gli afflussi riconducibili alle autorità ufficiali si sono attestati su livelli relativamente elevati (circa 420 miliardi di dollari); quelli di capitali privati sono invece stati estremamente contenuti nel corso di tutto l'anno. In particolare, gli investitori privati internazionali hanno ridotto gli impieghi in attività finanziarie più rischiose, come le azioni e le obbligazioni societarie; sono invece rimasti relativamente sostenuti quelli in titoli del Tesoro.

Secondo recenti valutazioni dell'FMI, alla fine del 2008 l'incidenza sul prodotto della posizione debitoria netta degli Stati Uniti dovrebbe essersi collocata su un valore ben superiore a quello del 2007, che era stato pari al 12,5 per cento.

A differenza di quanto accaduto nei sei anni precedenti, gli effetti derivanti dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e delle passività finanziarie sull'estero avrebbero contribuito in misura significativa al peggioramento della posizione netta, a causa soprattutto dell'andamento del dollaro e di quello dei corsi azionari. Nel 2008 il dollaro si è infatti apprezzato di quasi il 10 per cento in termini nominali effettivi. Anche gli effetti di valutazione connessi con le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie potrebbero essere risultati negativi, in quanto il valore delle azioni detenute all'estero dai residenti è superiore a quello delle azioni statunitensi detenute dai non residenti; il brusco calo dei corsi azionari che ha interessato tutti i mercati mondiali dovrebbe, quindi, avere inciso negativamente più sulle attività che sulle passività degli Stati Uniti.

Nel complesso delle economie asiatiche l'attivo si è ridotto a 661 miliardi di dollari (729 nel 2007), riflettendo soprattutto la diminuzione del surplus in Giappone e nei paesi di recente industrializzazione dell'Asia. L'avanzo della Cina si è invece ampliato, seppur a ritmi inferiori a quelli del precedente triennio, raggiungendo i 426 miliardi di dollari (9,8 per cento del PIL), sospinto dall'aumento dell'attivo commerciale (296 miliardi in base ai dati doganali, oltre 30 miliardi in più rispetto al 2007); questo incremento è ascrivibile soprattutto al forte calo delle importazioni nell'ultimo trimestre (dovuto anche alla riduzione dei prezzi dell'energia).

L'attivo corrente dei principali paesi esportatori di petrolio è nettamente aumentato nel 2008, salendo a 600 miliardi di dollari (10,2 per cento del PIL). Si è ridotta rispetto all'anno precedente l'intensità con cui questi paesi hanno utilizzato i maggiori introiti petroliferi per innalzare il livello di spesa in beni di consumo e di investimento (*responding*).

Il rapporto tra la variazione delle importazioni di soli beni e quella degli introiti petroliferi, pur attestandosi su un valore elevato nel confronto storico (intorno a 0,8), rimane inferiore all'unità (tav. 3.4). L'intensità del responding è stata assai differenziata tra i paesi: più elevata, benché in diminuzione, in Emirati Arabi Uniti, Messico, Norvegia e Russia, e più contenuta in Arabia Saudita, Kuwait e Libia.

Tavola 3.4

Indicatori di intensità di <i>responding</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	2003-08
Algeria	0,30	0,21	0,42
Arabia Saudita	0,25	0,17	0,33
Emirati Arabi Uniti	0,68	0,62	1,72
Iran	0,29	-0,25	0,89
Kuwait	0,38	0,53	0,19
Libia	2,10	1,60	0,29
Messico	1,53	1,41	3,91
Nigeria	1,48	2,05	0,63
Norvegia	0,73	1,63	1,21
Qatar	0,29	0,29	0,49
Russia	0,98	0,68	1,15
Venezuela	0,20	0,09	0,53
Totale	0,61	0,53	0,86

Fonte: elaborazioni su dati dell'FMI (*World Economic Outlook*, aprile 2009).
(1) Esclusa l'Indonesia.

L'accumulo di riserve valutarie da parte delle economie emergenti è divenuto meno intenso nel 2008, rispetto ai ritmi particolarmente sostenuti segnati negli anni precedenti, per effetto della netta diminuzione degli afflussi di capitali privati internazionali (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutarie*). Fra le economie con attivi di parte corrente, solo in Cina le riserve sono salite in misura significativa (di oltre 400 miliardi di dollari rispetto all'anno precedente), raggiungendo quasi i 2.000 miliardi alla fine del 2008; nei principali paesi esportatori di petrolio appartenenti all'OPEC le consistenze sono invece aumentate di appena 12 miliardi. In Russia si è avuto un marcato calo delle riserve (oltre 50 miliardi di dollari), soprattutto a seguito dei forti deflussi di capitali internazionali e della volontà delle autorità monetarie di evitare un indebolimento eccessivo del rublo.

4. LE RIFORME DEL SISTEMA FINANZIARIO INTERNAZIONALE

La crisi in atto ha impresso una considerevole accelerazione al processo di riforma del sistema finanziario internazionale. A novembre del 2008 i Capi di Stato e di governo dei paesi del G20 si sono impegnati, tra l'altro, ad ampliare le risorse delle Istituzioni finanziarie internazionali (IFI) e a riformare i relativi strumenti di finanziamento al fine di soddisfare la crescente richiesta di prestiti da parte di paesi in difficoltà; a riattivare i meccanismi di creazione di attività di riserva sovranazionali; a eliminare distorsioni e lacune nel campo della regolamentazione e supervisione finanziaria; a potenziare i meccanismi di dialogo tra paesi in seno alle IFI. In particolare, si procederà a una riforma incisiva dell'assetto di governo del Fondo monetario internazionale (FMI) e della Banca Mondiale, al fine di garantire maggior peso e rappresentatività al gruppo dei paesi emergenti e in via di sviluppo.

Aumento delle risorse e revisione degli strumenti delle IFI

Andamento dei finanziamenti dell'FMI. – A marzo 2008 lo stock di crediti non agevolati del Fondo monetario internazionale aveva toccato, al termine di una prolungata flessione iniziata alla fine del 2003, un minimo storico pari a circa 6 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), equivalenti a 7 miliardi di euro. Tra la seconda metà del 2008 e i primi mesi del 2009, il peggioramento del quadro congiunturale si è riflesso in un aumento repentino delle richieste di assistenza finanziaria da parte dei paesi membri: l'FMI ha approvato 19 nuove linee di credito per quasi 100 miliardi di DSP (115 miliardi di euro). I principali beneficiari sono stati: Messico (circa un terzo del totale), Polonia (14 per cento), Romania, Ucraina e Ungheria (11 per cento ciascuno), Colombia (7 per cento), Islanda e Lettonia (1,5 per cento ciascuno). Alcuni di questi paesi (Messico, Polonia e Colombia) si sono impegnati a utilizzare i fondi accordati solo in caso di effettiva necessità. Alla fine dello scorso aprile il totale dei prestiti erogati era risalito a circa 20 miliardi di DSP (23 miliardi di euro). L'aumento delle linee di credito concesse dall'FMI si è riflesso nella netta riduzione della capacità di erogare nuovi crediti nei successivi 12 mesi (*forward commitment capacity*), scesa a 67 miliardi di DSP nell'aprile di quest'anno, dai 128 miliardi della fine del 2007.

L'Unione europea (UE) ha stanziato fondi addizionali in favore di Lettonia, Romania e Ungheria, per 14,6 miliardi di euro. Tali finanziamenti rientrano in un programma di assistenza finanziaria della UE che si rivolge agli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e con problemi di bilancia dei pagamenti. Essi sono concessi fino a un massimo complessivo di 50 miliardi di euro e a fronte dell'adozione di misure per la correzione degli squilibri.

Aumento della lending capacity dell'FMI. – In ragione dell'ampliamento della domanda di assistenza finanziaria dell'FMI, il G20 si è espresso lo scorso 2 aprile in favore

della triplicazione, da 250 a 750 miliardi di dollari, dell'ammontare massimo di prestiti non agevolati concedibili dal Fondo (*lending capacity*). Tale ammontare include, oltre alle quote di capitale dei paesi con una solida posizione di bilancia dei pagamenti, anche le risorse addizionali rese disponibili tramite accordi di prestito bilaterali e i cosiddetti *New Arrangements to Borrow* (NAB). Quasi la metà di questo aumento sarà resa inizialmente disponibile con prestiti bilaterali già offerti dal Giappone e dai paesi della UE (100 miliardi ciascuno), dalla Svizzera e dal Canada (10 miliardi ciascuno) e dalla Norvegia (4,5 miliardi). In particolare, l'importo offerto dai paesi della UE sarà ripartito in base alle rispettive quote di partecipazione all'FMI. Successivamente, tali prestiti confluiranno nei NAB, allargati anche a nuovi partecipanti e aumentati con ulteriori contributi fino a 250 miliardi di dollari. Recentemente, gli Stati Uniti si sono impegnati a finanziare l'aumento dei NAB fino a 100 miliardi di dollari. Infine, è stato deciso di anticipare a gennaio 2011 la prossima revisione generale delle quote dell'FMI, per garantire che le risorse del Fondo rimangano sufficienti a soddisfare il fabbisogno finanziario dei paesi membri anche nel medio termine.

Nuova allocazione di diritti speciali di prelievo. – Il G20 si è impegnato a far approvare dall'FMI una nuova allocazione generale di DSP, per un controvalore di 250 miliardi di dollari, di cui circa 100 in favore di paesi emergenti e in via di sviluppo.

I DSP sono una attività internazionale creata dall'FMI nel 1969, il cui valore è calcolato sulla base di un paniere composto da dollaro statunitense, euro, yen giapponese e sterlina britannica, e utilizzata principalmente come unità di conto per le operazioni del Fondo. Essi rappresentano anche una attività di riserva, in quanto possono essere utilizzati dai paesi membri dell'FMI per incrementare le proprie riserve valutarie. La convertibilità dei DSP in valute "forti" è assicurata in due modi: attraverso scambi volontari su base bilaterale oppure attraverso il cosiddetto meccanismo delle transactions by designation, secondo il quale i paesi in una solida posizione di bilancia dei pagamenti (e all'uopo designati dall'FMI) hanno l'obbligo di cedere valuta in cambio di DSP ai paesi in difficoltà che ne facciano richiesta.

Ai sensi dello Statuto, ogni cinque anni l'FMI deve valutare l'opportunità di colmare eventuali carenze di lungo periodo nella liquidità internazionale attraverso un'allocazione generale di DSP ai paesi membri, da distribuire in proporzione alle rispettive quote di capitale. Finora sono state realizzate solo due allocazioni, nel 1972 e nel 1981 (rispettivamente, per 9,3 e 12,1 miliardi di DSP). Nel 1997 è stata approvata un'allocazione una tantum, pari a circa 21 miliardi di DSP, per tenere conto dei paesi, in larga parte emergenti e in via di sviluppo, entrati a far parte del Fondo dopo il 1981. A questi ultimi paesi è stata accordata circa la metà dell'importo approvato nel 1997. Tale allocazione non è stata ancora perfezionata a causa della mancata approvazione del necessario emendamento allo Statuto, per la quale è richiesta una doppia maggioranza: l'85 per cento dei voti e i tre quinti dei paesi. Gli Stati Uniti si sono impegnati a ratificare l'allocazione, garantendone così l'entrata in vigore.

Se tutte le allocazioni venissero attivate, la quota di DSP sul totale delle riserve globali salirebbe dallo 0,3 per cento al 4,4 per cento.

Revisione degli strumenti di assistenza dell'FMI. – In risposta al peggioramento della congiuntura mondiale, l'FMI ha avviato una profonda revisione della struttura dei propri sportelli finanziari. Le principali riforme riguardano: (a) le condizioni che i paesi devono soddisfare per l'utilizzo delle risorse del Fondo (*conditionality*); (b) l'approvazione di un nuovo sportello, denominato *Flexible Credit Line* (FCL) e la dismissione di quelli poco utilizzati; (c) una maggiore flessibilità nell'uso degli sportelli finanziari ordinari (*Stand-By Arrangements*, SBA); (d) una semplificazione di costi e scadenze; (e) il raddoppio dei limiti di accesso.

In passato, la *conditionality* consisteva nel pianificare un programma di risanamento e nel verificare, a scadenze predefinite, il raggiungimento di determinati obiettivi nella sua implementazione (*program reviews*). D'ora in avanti, invece, l'FMI si affiderà

maggiormente a criteri preventivi basati sulla solidità delle condizioni economiche di fondo e sulla qualità delle politiche in atto.

La FCL, il nuovo sportello finanziario approvato quest'anno, si basa sui citati criteri preventivi. Lo strumento consente al Fondo di erogare, anche in assenza di crisi e quindi a fini meramente precauzionali, prestiti di durata semestrale o annuale e di entità considerevole in favore di paesi membri con solide condizioni economiche di fondo e politiche virtuose in atto. Una volta approvata, la FCL permette al paese di utilizzare l'intero ammontare concesso, anche in un'unica soluzione e senza ulteriori autorizzazioni da parte del Fondo. Lo sportello finanziario è rinnovabile e, a differenza delle altre linee di credito ordinarie, non prevede limiti di accesso. Tre paesi membri, Messico, Polonia e Colombia, hanno già chiesto e ottenuto di avvalersi del nuovo strumento. Il primo paese ha ottenuto una linea di credito di 32 miliardi di DSP (47 miliardi di dollari), pari a dieci volte la propria quota presso l'FMI. Per la Polonia e per la Colombia sono state approvate aperture di credito pari a circa 14 e 7 miliardi di DSP (20 e 10 miliardi di dollari), rispettivamente.

La riforma ha interessato anche i prestiti ordinari per i quali è stato ammesso un maggior uso della nozione di fabbisogno di bilancia dei pagamenti "potenziale", invece che "effettivo", come negli SBA tradizionali. In particolare, l'utilizzo degli SBA a fini precauzionali è stato ampliato a favore di quei paesi che non possono accedere alla FCL. In tale contesto, possono essere accordate linee di credito per importi rilevanti ed erogabili anche in un'unica soluzione.

La struttura di costi e scadenze per il rimborso dei prestiti è stata semplificata. In particolare, il meccanismo amministrativo che favoriva i rimborsi anticipati (*time-based repurchase expectations policy*) è stato sostituito da costi di utilizzo proporzionali al periodo di giacenza, semplificando il calendario dei rimborsi.

Infine, si è deciso di raddoppiare i limiti di accesso agli strumenti di finanziamento ordinari, portando quello su base annuale al 200 per cento della quota capitale del paese e quello cumulato su base triennale al 600 per cento. Sono stati inoltre dismessi alcuni strumenti poco o mai utilizzati.

Le iniziative riguardanti le Banche multilaterali di sviluppo. – Al fine di contrastare gli effetti della crisi economica nei paesi poveri, il G20 ha deciso di potenziare la capacità di finanziamento delle Banche multilaterali di sviluppo (BMS) e di incoraggiare lo sviluppo di nuovi strumenti, più mirati alle esigenze di quei paesi e volti ad accelerare l'esborso dei fondi.

I paesi a più basso reddito risentiranno sensibilmente della crisi economica globale a seguito della diminuzione delle esportazioni, dei prezzi delle materie prime, delle rimesse e degli investimenti diretti. Per il complesso dei paesi in via di sviluppo, la Banca Mondiale stima nel 2009 una crescita limitata all'1,6 per cento, contro una media dell'8,1 per cento relativa al biennio 2006-07. Il brusco rallentamento rende più difficile il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del millennio (OSM), su cui già in precedenza gravava una elevata incertezza. Rispetto allo scenario pre-crisi, nel 2009 il numero di persone con un reddito inferiore alla soglia internazionale di povertà, pari a 1,25 dollari al giorno, è previsto in aumento di 55-90 milioni di unità; la maggior parte degli OSM non potrà essere conseguita sulla base delle attuali previsioni. L'Africa subsahariana rimane in forte ritardo rispetto a tutti gli Obiettivi.

Tra le misure già intraprese o da attuare nel breve termine vi sono: (a) l'aumento dei finanziamenti programmati per il triennio 2009-2011, da 200 a 300 miliardi di

dollari, per il 60 per cento a carico della Banca Mondiale; (b) la revisione dei limiti statutari in materia di rapporto tra prestiti e mezzi propri; (c) l'introduzione di nuovi strumenti quali la Vulnerability Financing Facility della Banca Mondiale, mirata a contrastare gli effetti della crisi finanziaria e del rialzo dei beni alimentari sulle fasce più disagiate della popolazione, il Liquidity Program for Growth Sustainability della Banca interamericana di sviluppo e la Asian Growth Facility della Banca asiatica di sviluppo (BAS), diretti ad attenuare l'impatto della crisi sui sistemi bancari e sul settore delle piccole e medie imprese. Il G20 ha anche richiamato la possibilità per i paesi membri della Banca Mondiale di sovvenzionare, bilateralmente e su base volontaria, il Vulnerability Framework, un insieme organico di fondi e strumenti di finanziamento (in parte già esistenti) volti a sostenere l'assistenza sociale, le infrastrutture di base e lo sviluppo del settore privato, del commercio e del microcredito.

A febbraio di quest'anno la Banca Mondiale, la Banca europea di ricostruzione e sviluppo (BERS) e la Banca europea per gli investimenti (BEI) hanno annunciato un pacchetto di finanziamenti, pari a 24,5 miliardi di euro, per il sostegno di banche e imprese colpite dalla crisi nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Si tratta di interventi complementari rispetto a quelli previsti dalle autorità nazionali, che saranno calibrati sulla base delle esigenze specifiche di ciascun paese; assumeranno la forma di iniezioni di capitale, prestiti e acquisto di titoli di debito, crediti all'esportazione.

Al fine di potenziare la capacità di finanziamento delle BMS anche nel medio periodo, il Summit di Londra ha sostenuto la necessità di aumentare il capitale della Banca asiatica di sviluppo, e di avviare una riflessione sull'adeguatezza dei mezzi patrimoniali delle altre istituzioni.

La BAS ha approvato lo scorso aprile un aumento di capitale ordinario del 200 per cento, di cui il 4 per cento verrà effettivamente versato e la restante parte assumerà la forma di callable capital. L'aumento di capitale consentirà alla Banca di accrescere le nuove erogazioni dai 10,5 miliardi di dollari del 2008 ai 15,5 stimati per il 2011. La Banca interamericana di sviluppo ha appena avviato un processo di valutazione dell'adeguatezza del proprio capitale, a fronte di stime di aumento delle esigenze di finanziamento dei paesi latino-americani nei prossimi anni; lo staff dovrà presentare proposte dettagliate al Consiglio di amministrazione entro il terzo trimestre di quest'anno. Riflessioni sull'adeguatezza del capitale sono in corso presso la Banca africana di sviluppo e la BERS. Il Development Committee dello scorso 26 aprile ha chiesto anche al Gruppo Banca Mondiale di avviare una valutazione sulla propria capacità di finanziamento e sull'adeguatezza delle proprie risorse.

Al fine di garantire la tempestività degli interventi a favore dei paesi più poveri, si è deciso, inoltre, di accelerare le procedure di esborso (*front-loading*) dei fondi dell'International Development Association (IDA), lo strumento della Banca Mondiale per la concessione di donazioni e prestiti a tasso agevolato. Le condizioni finanziarie sia dell'IDA sia degli altri maggiori fondi multilaterali (il Fondo asiatico e il Fondo africano di sviluppo) risultano attualmente adeguate a fronteggiare gli effetti della crisi, grazie alla positiva conclusione delle relative operazioni di ricapitalizzazione, perfezionate tra il dicembre 2007 e il maggio 2008.

Nonostante l'impatto della crisi sui bilanci pubblici dei donatori, i paesi del G20 hanno infine confermato gli impegni di Monterrey (2002) e di Gleneagles (2005) relativi all'aumento degli aiuti ufficiali allo sviluppo. In tale contesto il Presidente della Banca Mondiale ha proposto che, nel 2009, i paesi sviluppati destinino alla lotta alla povertà lo 0,7 per cento dei propri pacchetti di stimolo fiscale, pari a circa 15 miliardi di dollari. Nel 2008, secondo stime preliminari del Development Assistance Committee dell'OCSE, i flussi globali di aiuti ufficiali allo sviluppo sono stati pari a 120

miliardi di dollari (0,3 per cento del PIL dei donatori), in crescita del 10,2 per cento, in termini reali, rispetto all'anno precedente.

Rafforzamento del sistema finanziario internazionale

Il Financial Stability Board. – Il G20 ha deciso di espandere e istituzionalizzare il Financial Stability Forum (FSF), ridenominato Financial Stability Board (FSB). La partecipazione al Board è stata allargata a tutti i paesi del G20, alla Spagna e alla Commissione europea. Anche il mandato dell'FSB è stato ampliato significativamente. Oltre ai compiti affidati originariamente all'FSF, l'FSB dovrà, tra l'altro, collaborare con l'FMI nella conduzione di esercizi di *early warning*. Tali esercizi sono volti ad accrescere la consapevolezza circa le implicazioni sistemiche delle politiche macroeconomiche e finanziarie e a sollecitare appropriate misure correttive.

Misure nel campo della vigilanza e degli standard finanziari. – Il G20 ha convenuto sulla necessità di una riforma incisiva volta a rafforzare il quadro regolamentare e la supervisione sul sistema finanziario (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*). In particolare, tutte le istituzioni finanziarie, i mercati e gli strumenti con rilevanza sistemica dovranno essere soggetti ad appropriata regolamentazione e vigilanza; sarà migliorato il sistema di vigilanza macroprudenziale; si procederà a rivedere i requisiti minimi patrimoniali delle banche, a migliorare la qualità del capitale e armonizzarne la definizione. Dovranno essere sviluppati standard per promuovere la costituzione di riserve di capitale eccedenti i minimi regolamentari nelle fasi espansive del ciclo, da utilizzare quando le condizioni peggiorano; si introdurranno indicatori semplici che precludano la possibilità di operare con una eccessiva leva finanziaria. Le autorità promuoveranno, inoltre, il rafforzamento delle riserve di liquidità delle istituzioni finanziarie, incluse quelle transfrontaliere. In tema di compensi, sono stati accolti i principi dell'FSB volti ad assicurare che i sistemi di remunerazione adottati dalle grandi istituzioni finanziarie siano coerenti con i loro obiettivi di lungo termine e con un'assunzione prudente dei rischi.

Inoltre, gli organismi responsabili della emanazione degli standard contabili internazionali dovranno collaborare con le autorità di vigilanza al fine di migliorare i criteri di valutazione e le pratiche di accantonamento per perdite su crediti. Essi dovranno altresì muovere verso un unico insieme di principi contabili internazionalmente validi. Infine, la cooperazione internazionale tra autorità di vigilanza sarà rafforzata attraverso la costituzione di collegi di supervisor per le principali istituzioni finanziarie transfrontaliere e l'attuazione dei principi sviluppati dall'FSB per la gestione delle crisi cross-border. Saranno anche intraprese iniziative nei confronti delle giurisdizioni che non rispettano gli standard internazionali in materia di vigilanza prudenziale e di scambio di informazioni a fini fiscali.

Riforma della rappresentanza e della struttura di governo dell'FMI e della Banca Mondiale. – Il G20 ha convenuto di procedere a una riforma incisiva dell'assetto di governo delle istituzioni di Bretton Woods. L'obiettivo è quello di aumentare il peso dei paesi poveri ed emergenti nei processi decisionali, di modificare i criteri di selezione dei vertici, e di chiarire le attribuzioni di responsabilità tra gli organi di governo e quelli di

supporto tecnico. Per quanto riguarda l’FMI, si anticiperà la prossima revisione generale delle quote al gennaio 2011; la nomina del Managing Director sarà soggetta a un meccanismo di selezione aperto, trasparente e basato sul merito.

Anche la Banca Mondiale ha avviato un processo volto a rafforzare la rappresentanza dei paesi in via di sviluppo. La riforma è articolata in due fasi: la prima, già in corso di attuazione, prevede il raddoppio dei voti base, l’assegnazione di alcune quote di partecipazione ancora non allocate, l’aggiunta di un seggio presso il Consiglio di amministrazione per i paesi dell’Africa subsahariana. Nella seconda fase si dovranno ridefinire i poteri di voto dei paesi membri, sulla base sia del peso relativo nell’economia mondiale, sia dei contributi di ciascuno al finanziamento dello sviluppo; si affronteranno, inoltre, alcuni delicati aspetti di governance riguardanti l’efficacia dell’attività del Consiglio di amministrazione, la diversificazione per nazionalità del personale, il processo di selezione del Presidente. Proposte concrete di riforma saranno discusse in occasione degli incontri annuali di ottobre 2009; la primavera del 2010 è indicata come scadenza per il raggiungimento di un accordo.

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

5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Gli effetti della crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007 si sono progressivamente trasmessi nel 2008 all'economia dell'area dell'euro, ponendo bruscamente fine all'accelerazione produttiva che si protraeva da un quadriennio.

Dallo scorso autunno la situazione si è ulteriormente deteriorata. Nel primo trimestre del 2009 la produzione industriale è scesa ai livelli della fine degli anni novanta; il PIL ha registrato la contrazione congiunturale più marcata dall'avvio, nel 1991, delle statistiche ufficiali dell'area (-2,5 per cento). Solo nei mesi recenti sono emersi alcuni segnali di un possibile allentamento del ritmo recessivo. Dopo essersi stabilizzato in marzo attorno al minimo storico, l'indicatore €-coin, che stima la crescita del prodotto dell'area depurata dalla variabilità di breve periodo, è leggermente risalito in aprile e in maggio, pur rimanendo ampiamente negativo. Il clima di fiducia delle imprese e delle famiglie ha interrotto il peggioramento, riflettendo attese di breve termine lievemente meno sfavorevoli.

Nel corso del 2008 la caduta del commercio internazionale si è ripercossa sulle esportazioni e sull'attività industriale, che si è contratta con intensità eccezionale. Gli investimenti in capitale produttivo hanno fortemente decelerato in media d'anno, diminuendo in misura pronunciata nel quarto trimestre, a seguito dell'ampliarsi della capacità produttiva inutilizzata, del diffuso pessimismo nelle aspettative e della riduzione nella disponibilità di finanziamenti, solo attenuata dagli interventi delle autorità di politica monetaria. Gli investimenti in costruzioni sono calati, segnalando l'inversione del ciclo espansivo che durava da cinque anni.

È continuato a mancare il sostegno dei consumi, che hanno ristagnato, confermando la loro prolungata debolezza. Solo in Francia la spesa delle famiglie, favorita da un andamento del reddito disponibile storicamente robusto, ha mantenuto una dinamica apprezzabile, contribuendo a contenere il rallentamento dell'attività produttiva.

Sulla spinta del rialzo dei prezzi dei beni energetici e alimentari, l'inflazione è salita fino al 4,0 per cento in giugno. Ha poi ripiegato con grande rapidità nello scorcio del 2008, riflettendo la repentina inversione di tendenza sui mercati delle principali materie di base. Nell'aprile del 2009 è scesa allo 0,6 per cento, valore minimo mai raggiunto nell'area dell'euro. In un contesto di assai incerte prospettive di crescita, l'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente stabile, inferiore al 2 per cento nella media del 2008, calando lievemente agli inizi di quest'anno. I rischi di ulteriori significative diminuzioni nei prossimi mesi non sono trascurabili.

Gli effetti della fase recessiva si vanno gradualmente estendendo al mercato del lavoro: dal gennaio del 2008 il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è salito di circa un punto e mezzo percentuale, all'8,9 per cento nello scorso marzo. Altri incrementi sono attesi nel prosieguo dell'anno.

Tavola 5.1

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)								
PAESI	2006	2007	2008	2008				2009
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
PIL								
Germania (2)	3,0	2,5	1,3	1,5	-0,5	-0,5	-2,2	-3,8
Francia	2,2	2,3	0,4	0,4	-0,4	-0,2	-1,5	-1,2
Italia (2)	2,0	1,6	-1,0	0,5	-0,6	-0,8	-2,1	-2,4
Spagna	3,9	3,7	....	0,4	0,1	-0,3	-1,0	-1,9
Area dell'euro (2) (3)	2,9	2,7	0,8	0,6	-0,2	-0,2	-1,6	-2,5
Importazioni								
Germania	11,9	5,0	4,0	2,5	-1,4	4,1	-3,6	....
Francia	5,6	5,4	0,8	1,1	-1,0	0,5	-3,0	-5,3
Italia	5,9	3,8	-4,5	-1,2	-1,1	-0,7	-6,0	....
Spagna	10,3	6,2	....	-0,5	0,1	-1,1	-11,9	-10,9
Area dell'euro (3)	8,3	5,4	1,3	1,2	-0,6	1,2	-4,7	....
Esportazioni								
Germania	12,7	7,5	2,7	2,3	-0,3	-0,2	-7,3	....
Francia	4,8	2,6	-0,2	2,0	-2,7	0,1	-4,6	-6,0
Italia	6,2	4,6	-3,7	-0,2	-1,0	-2,4	-7,4	....
Spagna	6,7	4,9	....	0,2	1,7	0,6	-10,1	-11,9
Area dell'euro (3)	8,4	6,0	1,3	1,5	-0,2	-0,3	-6,7	....
Consumi delle famiglie (4)								
Germania	1,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,6	0,3	-0,1	....
Francia	2,4	2,5	1,0	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Italia	1,3	1,2	-0,9	..	-0,9	0,3	-0,8	....
Spagna	3,9	3,5	....	0,1	..	-1,0	-1,4	-1,7
Area dell'euro (3)	2,0	1,6	0,5	..	-0,3	0,1	-0,3	....
Investimenti fissi lordi								
Germania	7,7	4,3	4,4	3,4	-1,4	0,2	-2,7	....
Francia	4,1	6,5	0,6	1,0	-1,5	-1,0	-2,4	-2,3
Italia	2,9	2,0	-3,0	-0,3	-0,5	-1,8	-6,9	....
Spagna	7,1	5,3	....	-0,1	-2,1	-2,2	-5,2	-4,2
Area dell'euro (3)	5,6	4,4	..	1,0	-1,2	-0,7	-4,0	....
Domanda nazionale (5)								
Germania	2,2	1,2	1,8	1,7	-1,0	1,4	-0,1	....
Francia	2,5	3,1	0,7	0,2	-0,1	0,2	-0,1	....
Italia	2,0	1,3	-1,3	..	-0,7	-0,2	-1,5	....
Spagna	5,1	4,2	....	0,2	-0,2	-0,7	-1,9	....
Area dell'euro (3)	2,8	2,4	0,8	0,5	-0,4	0,4	-0,7	....

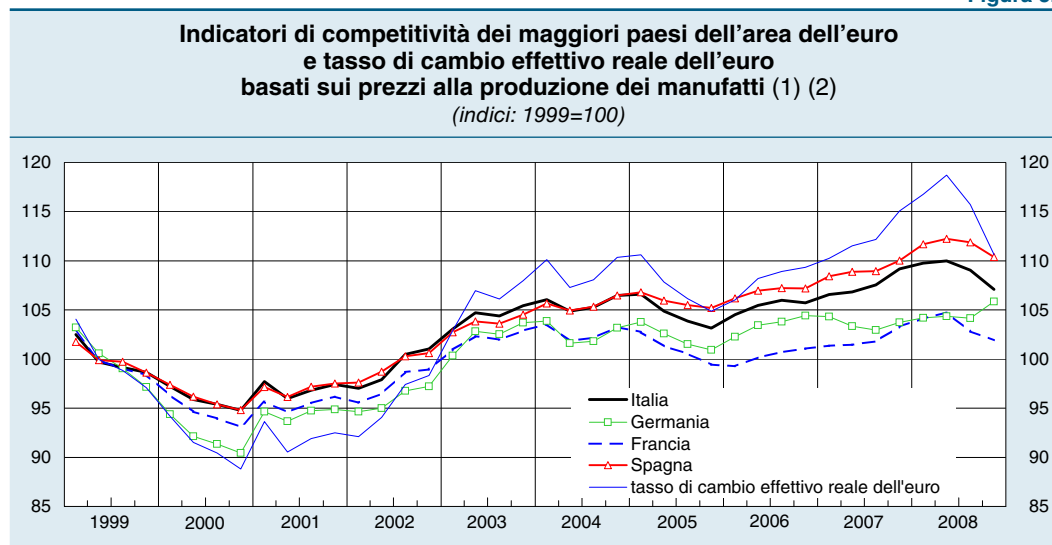
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Le serie trimestrali sono destagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) Per il primo trimestre del 2009: stime preliminari. –
(3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. – (4) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (5) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.

La congiuntura

Nel 2008 il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,8 per cento in termini reali (2,7 nel 2007; tav. 5.1), un ritmo più che dimezzato rispetto alle previsioni formulate a inizio anno. Il rallentamento dell'attività produttiva, in atto dalla seconda metà del 2007, si è drasticamente aggravato dallo scorso autunno, risentendo del pieno dispiegarsi degli effetti della crisi economica globale: nell'ultimo trimestre del 2008 la flessione del prodotto è stata profonda (-1,6 per cento sul periodo precedente). Vi ha contribuito soprattutto la diminuzione del valore aggiunto dell'industria (-5,5 per cento; -0,7 in media d'anno), cui si sono affiancati i cali più contenuti nei settori delle costruzioni e dei servizi (-1,7 e -0,5 per cento, rispettivamente; -0,7 e 1,5 nel complesso del 2008).

La diffusione della crisi ai principali mercati internazionali ha indebolito le esportazioni, che nel quarto trimestre hanno subito la contrazione storicamente più marcata (-6,7 per cento in termini congiunturali al lordo dei flussi interni all'area). Nel complesso del 2008 le esportazioni hanno rallentato all'1,3 per cento (dal 6,0 del 2007), in misura più netta nei paesi, come la Germania e l'Italia, in cui la domanda estera aveva fornito un sostegno particolarmente robusto all'espansione più recente; decelerazioni significative hanno riguardato anche le vendite all'estero di Francia e Spagna. La riduzione delle quote sui mercati mondiali, pur comune a tutte le principali economie dell'area, è stata maggiore per la Germania, anche a seguito di un andamento della competitività di prezzo più sfavorevole in corso d'anno (fig. 5.1).

Figura 5.1



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

(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. - (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 21 paesi concorrenti esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro.

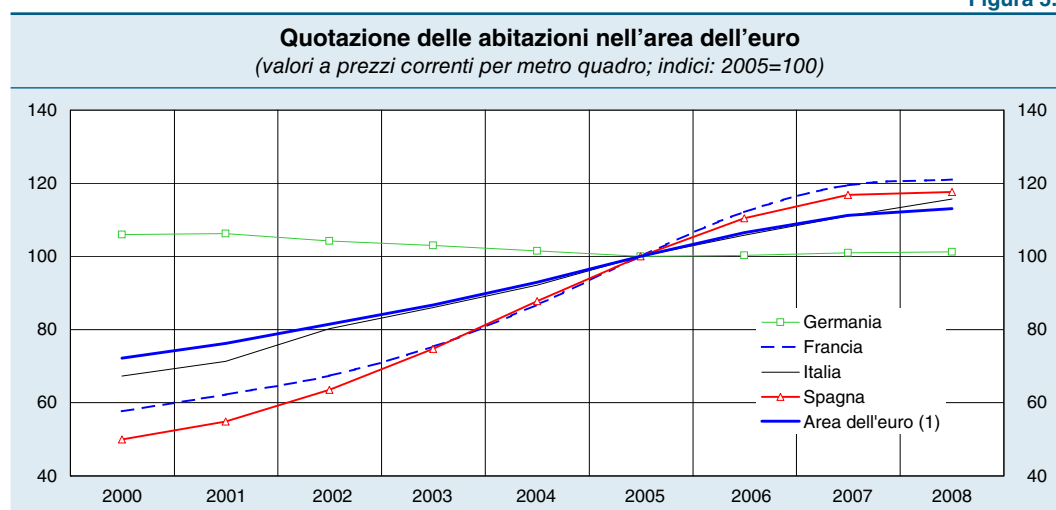
Frenato dall'avvio della recessione, il ritmo delle importazioni di beni e servizi dell'area si è ridotto all'1,3 per cento.

L'ampliamento ai massimi storici dei margini inutilizzati della capacità produttiva e il pessimismo nelle attese di produzione hanno contribuito a contenere gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, cresciuti solo lievemente nel 2008 (0,8 per cento). Nel quarto trimestre l'acuirsi della crisi si è riflesso nel calo pronunciato dell'accumulazione (-4,6 per cento), su cui potrebbe aver influito anche la

restrizione delle condizioni di accesso al credito (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Si è inasprita la fase ciclica del settore delle costruzioni, dopo una temporanea accelerazione in avvio d'anno, peraltro concentrata in Germania e favorita da condizioni meteorologiche miti. Nella media dell'area la flessione degli investimenti in questo comparto, prossima al punto percentuale nel 2008, ha risentito di quella nella componente abitativa (-3,4 per cento), particolarmente pronunciata in Spagna (-10,9 per cento) dove ha interrotto la serie di forti incrementi che perduravano dal 1995.

Il progressivo indebolimento del ciclo residenziale nel complesso dell'area si è riflesso sulle quotazioni degli immobili, che hanno decelerato all'1,7 per cento in termini nominali (dal 4,4 nel 2007), con intensità però molto diversa tra i principali paesi: più contenuta in Italia (al 4,2 per cento dal 4,9; cfr. il capitolo: La domanda, l'offerta e i prezzi), assai marcata, anche a seguito delle contrazioni nell'ultima parte dell'anno, in Francia e in Spagna (all'1,3 e 0,7 per cento, rispettivamente, dal 6,6 e 5,8). In Germania i prezzi hanno ristagnato, confermando un andamento storicamente debole (fig. 5.2).

Figura 5.2

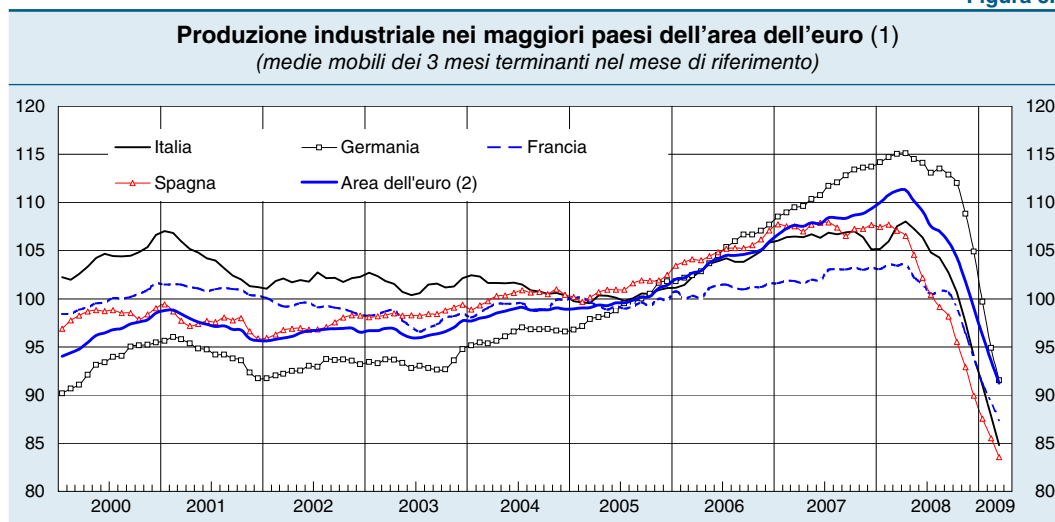


Fonte: statistiche nazionali; per l'Italia, elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Il Consulente Immobiliare* e Istat.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

I consumi hanno segnato un incremento modesto (0,5 per cento), rallentando rispetto alla già tenue dinamica degli anni precedenti. Ha pesato la prolungata debolezza del potere d'acquisto delle famiglie: l'aumento dei redditi nominali, sostenuto da importanti rinnovi contrattuali in alcuni paesi dell'area, è stato eroso per larga parte dal rialzo dell'inflazione, protrattosi fino all'estate (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i costi*). Si è aggiunto il progressivo peggioramento del clima di fiducia delle famiglie, sceso a livelli inferiori ai minimi dei primi anni novanta. Nelle valutazioni dei consumatori le crescenti preoccupazioni sull'evoluzione dell'economia e sulle prospettive del mercato del lavoro sono state solo parzialmente compensate dalla riduzione del costo del denaro e dal rapido rientro delle tensioni inflative negli ultimi mesi del 2008. L'accresciuta cautela nei comportamenti di spesa si è riflessa in un incremento al 13,1 per cento del saggio di risparmio (12,8 nel 2007, al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione). Fra i maggiori paesi dell'area, solo in Francia i consumi hanno mantenuto, pur in decelerazione, un ritmo vivace (1,0 per cento), confermando una caratteristica dell'economia francese comune alle fasi cicliche più recenti; vi ha contribuito un aumento del reddito disponibile che dalla prima metà degli anni novanta è stato superiore a quello delle altre economie.

Il quadro congiunturale si è ulteriormente aggravato all'inizio dell'anno in corso. Dal picco ciclico della primavera del 2008, le quantità prodotte dall'industria sono diminuite a marzo di circa un quinto nel complesso dell'area, in Germania e in Francia; di un quarto in Italia e in Spagna (fig. 5.3). Le flessioni, di misura senza precedenti, hanno interessato pressoché tutti i comparti. Sulla base dei dati preliminari diffusi dall'Eurostat, nel primo trimestre del 2009 il PIL dell'area è sceso del 2,5 per cento; in Germania, in Italia e in Spagna si è osservato il calo più marcato dall'avvio della serie storica.

Figura 5.3

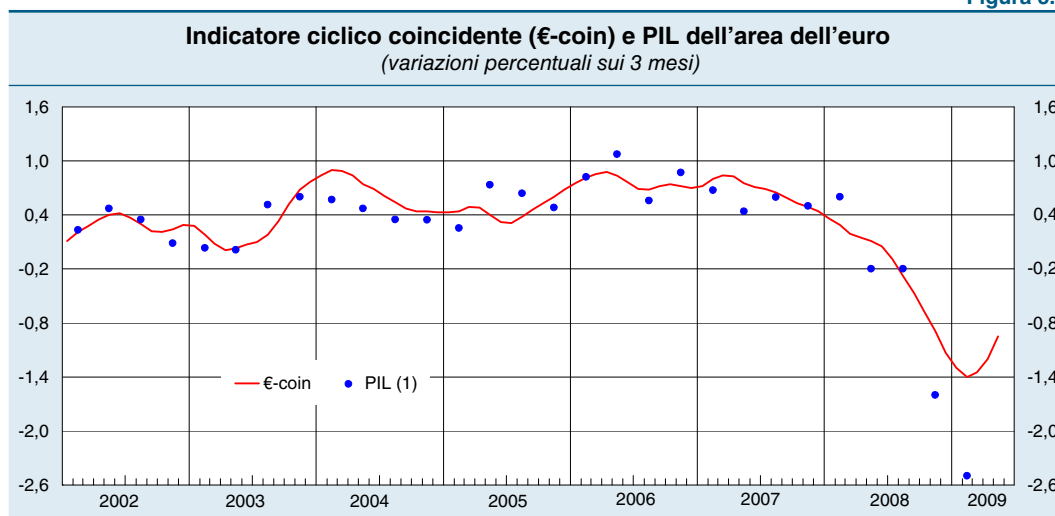


Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.

(1) Indici: 2005=100; dati destagionalizzati. - (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Alcuni segnali di natura qualitativa suggeriscono una possibile attenuazione del ritmo recessivo nei mesi più recenti. L'indicatore €-coin (fig. 5.4) è leggermente risalito in aprile e in maggio, pur rimanendo ampiamente negativo; il clima di fiducia delle imprese e delle famiglie ha interrotto la discesa.

Figura 5.4



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 16 paesi.

Agli inizi del 2009, i cambiamenti in molte serie presenti nella banca dati di €-coin (il passaggio alla base 2005=100 degli indici di produzione industriale, di fatturato, di prezzo e delle vendite al dettaglio, nonché l'introduzione del nuovo schema di classificazione delle attività economiche Ateco 2007) hanno reso necessario un aggiornamento dell'indicatore. Si è rivisto il metodo di stima della componente di medio-lungo periodo della crescita dell'area per tenere conto delle modifiche nella relazione statistica tra variabili di tipo qualitativo e reale. Il risultato di questi interventi non ha comportato un cambiamento nell'andamento qualitativo dell'indicatore €-coin rispetto al precedente, ma ne ha abbassato il profilo nell'ultima parte del campione.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – L'inflazione al consumo nell'area dell'euro è salita al 3,3 per cento nella media del 2008 (dal 2,1 del 2007; tav. 5.2), sospinta dai rincari delle materie di base energetiche e alimentari (fig. 5.5). In corso d'anno ha attraversato due fasi ben distinte. L'accelerazione dei prezzi, in atto dalla seconda metà del 2007, è proseguita fino all'estate, raggiungendo il 4,0 per cento in giugno. La successiva caduta delle quotazioni del petrolio e, in misura più modesta, delle materie prime alimentari ha innescato una brusca inversione di tendenza. Il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato ha toccato un punto di minimo storico lo scorso aprile (0,6 per cento).

Tavola 5.2

Indicatori di inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro (variazioni percentuali su periodo corrispondente)															
VOCI	Italia			Germania			Francia			Spagna			Area dell'euro		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Prezzi al consumo (1)															
Indice generale	2,2	2,0	3,5	1,8	2,3	2,8	1,9	1,6	3,2	3,6	2,8	4,1	2,2	2,1	3,3
Indice al netto dei beni alimentari ed energetici	1,6	1,8	2,2	0,7	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8	2,8	2,5	2,4	1,4	1,9	1,8
di cui: Beni	1,2	1,5	1,7	0,2	1,3	0,6	0,2	0,5	0,9	1,5	0,7	0,4	0,6	1,0	0,8
Servizi	2,0	2,0	2,7	1,0	2,2	1,7	2,4	2,5	2,4	3,9	3,9	3,9	2,0	2,5	2,6
Beni alimentari	2,3	3,0	5,2	2,4	3,0	4,3	1,4	1,5	4,8	3,9	4,1	5,7	2,4	2,8	5,1
di cui: trasformati	2,7	2,8	6,1	2,1	3,2	5,0	0,6	1,0	5,6	3,9	3,9	7,4	2,1	2,8	6,1
freschi	1,6	3,2	3,8	3,2	2,4	2,6	2,6	2,2	3,7	3,9	4,3	3,9	2,8	3,0	3,5
Beni energetici	8,0	1,5	10,1	8,4	3,8	9,4	6,4	1,8	10,8	8,0	1,7	11,9	7,7	2,6	10,3
Prezzi alla produzione (2)	5,2	3,3	5,8	5,4	1,3	5,4	3,8	2,8	5,4	5,4	3,6	6,5	5,1	2,7	5,9
Deflatore del PIL	1,8	2,4	2,8	0,5	1,9	1,5	2,5	2,5	2,2	4,0	3,2	3,1	2,0	2,3	2,3

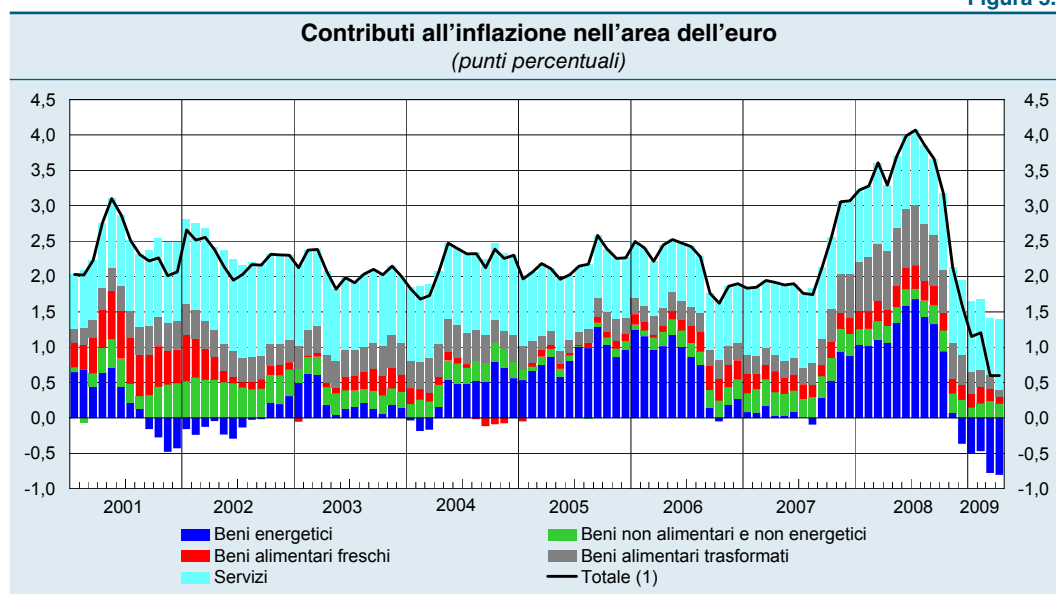
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno. L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Nella prima parte del 2008 le pressioni competitive derivanti dal rafforzamento del cambio effettivo nominale, il progressivo indebolimento del quadro congiunturale, la sostanziale moderazione salariale in un quadro di aspettative d'inflazione ancorate dall'orientamento della politica monetaria hanno contribuito a contenere la trasmissione dei rincari delle materie prime all'inflazione di fondo (misurata sulla base della variazione dell'indice al netto dei beni alimentari ed energetici). Essa ha iniziato a scendere dall'autunno, risentendo progressivamente del rallentamento dell'attività economica. I dati destagionalizzati ne indicano una stabilizzazione nei primi mesi del 2009 su valori storicamente molto bassi, intorno all'1 per cento in ragione d'anno.

Nella media del 2008 l'inflazione al consumo armonizzata è salita, rispetto all'anno precedente, di oltre un punto percentuale in Francia e in Italia, al 3,2 e 3,5 per cento, rispettivamente; si è portata poco sopra il 4 per cento in Spagna (dal 2,8). In Germania l'accelerazione è stata più moderata (al 2,8 per cento dal 2,3) grazie al calo della componente di fondo (all'1,3 per cento dall'1,9) dovuto in parte al venir meno degli effetti dell'aumento dell'IVA nel 2007.

Nei primi mesi del 2009 l'indice dei prezzi al consumo ha repentinamente decelerato in tutti i paesi dell'area, arrivando a segnare una lieve flessione in Spagna (-0,2 per cento sui dodici mesi in aprile). Nel complesso dell'area l'inflazione potrebbe toccare temporaneamente valori negativi in estate. L'analisi delle voci elementari che compongono l'indice armonizzato segnala che il rapido calo della dinamica dei prezzi degli ultimi mesi è quasi per intero ascrivibile all'andamento, eccezionale nel confronto con il passato, dei prezzi dei beni energetici e di quelli degli alimentari. Nonostante non vi sia nell'area evidenza di deflazione (ossia una fase di generalizzata e prolungata riduzione dei prezzi al consumo), i rischi al ribasso restano rilevanti.

Figura 5.5



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

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

Sospinta dai passati incrementi dei corsi internazionali dei cereali e degli oli vegetali, la crescita dei prezzi dei beni alimentari è quasi raddoppiata nel 2008 rispetto all'anno precedente (5,1 per cento dal 2,8), per effetto del forte aumento registrato fino all'estate, con un massimo in luglio (al 6,1 per cento). Ha poi iniziato a calare, scendendo all'1,4 per cento lo scorso aprile.

La fiammata delle quotazioni internazionali del petrolio, solo in parte attenuata dall'apprezzamento del cambio dell'euro, ha innalzato la dinamica della componente energetica al 10,3 per cento nella media del 2008, dal 2,6 nell'anno precedente. I prezzi dei prodotti energetici hanno decisamente ripiegato a partire dal mese di agosto. Nella media dei primi quattro mesi del 2009 sono scesi del 6,8 per cento su base tendenziale.

Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi e dei beni non alimentari e non energetici è rimasto nel 2008 sostanzialmente in linea con la media degli ultimi dieci anni, al 2,6 e allo 0,8 per cento, rispettivamente. Le fluttuazioni dei costi degli input intermedi hanno avuto un impatto significativo sui prezzi di alcuni servizi a essi più direttamente collegati, come i trasporti aerei e i servizi di ristorazione.

I prezzi alla produzione, i costi e i margini. – L'indice dei prezzi alla produzione è salito del 5,9 per cento nella media del 2008, dal 2,7 dell'anno precedente, sospinto

dall'andamento delle componenti energetiche e alimentari, cresciute del 13,4 e del 7,3 per cento, rispettivamente. Al netto di queste ultime, l'inflazione all'origine è rimasta stabile, poco al di sotto del 3 per cento.

Nella seconda metà del 2008 il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha immediatamente reagito al rientro delle tensioni sui mercati internazionali dei prodotti di base, avviando una rapida discesa; è divenuto negativo all'inizio del 2009. La dinamica della componente dei beni destinati al consumo finale, stabile nel corso del 2008, è scesa allo 0,5 per cento nella media del primo trimestre di quest'anno. Secondo i più recenti sondaggi condotti dalla Commissione europea presso le imprese manifatturiere, la decelerazione dovrebbe proseguire nel breve termine, coerentemente con il basso grado di utilizzo della capacità produttiva.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia dell'area è cresciuto del 3,0 per cento nella media del 2008, dall'1,5 del 2007 (tav. 5.3). L'accelerazione deriva da un rallentamento del prodotto per occupato (allo 0,1 per cento dall'1,0) e da una dinamica più vivace del costo del lavoro per dipendente (al 3,1 per cento dal 2,5); a quest'ultima hanno contribuito importanti rinnovi contrattuali nei servizi pubblici in Germania e in quelli privati in Italia (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Ne è seguita una perdita di competitività solo parzialmente contrastata, nel secondo semestre del 2008, dal deprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro.

Tavola 5.3

Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
			di cui:							
	2007	2008	Valore aggiunto (2)		Occupati (1)		2007	2008	2007	2008
Industria al netto delle costruzioni (3)										
Germania	1,6	1,7	4,0	-1,0	5,2	0,4	1,1	1,4	-2,4	2,7
Francia	3,1	3,4	2,8	-0,2	1,6	-1,7	-1,2	-1,5	0,3	3,5
Italia	2,8	3,3	0,9	-1,5	1,8	-3,2	0,8	-1,7	1,8	4,8
Spagna	3,9	4,6	2,7	-0,8	2,5	-2,0	-0,2	-1,2	1,2	5,4
Area euro (4)	2,8	3,1	3,4	-0,3	3,6	-0,6	0,2	-0,3	-0,5	3,5
Servizi (5)										
Germania	1,0	2,1	0,2	0,1	2,1	1,6	1,9	1,6	0,8	2,1
Francia	2,5	2,7	0,3	0,6	2,4	1,4	2,1	0,8	2,2	2,1
Italia	1,8	3,3	0,8	-0,8	1,9	-0,2	1,1	0,6	1,1	4,1
Spagna	3,7	5,2	1,0	1,1	4,6	3,1	3,5	2,0	2,7	4,1
Area euro (4)	2,4	3,1	0,6	0,0	2,7	1,5	2,2	1,5	1,9	3,2
Totale economia										
Germania	1,1	2,0	1,2	0,0	2,9	1,4	1,7	1,4	0,0	2,0
Francia	2,6	2,8	0,6	0,3	2,3	0,9	1,7	0,6	1,9	2,5
Italia	2,2	3,3	0,7	-0,8	1,7	-0,9	1,0	-0,1	1,4	4,0
Spagna	3,7	5,3	1,1	1,9	4,0	1,3	2,9	-0,6	2,5	3,3
Area euro (4)	2,5	3,1	1,0	0,1	2,9	0,9	1,8	0,8	1,5	3,0

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".

Nell'ambito di un progetto di ricerca condotto dalle banche centrali dell'Eurosistema (Wage Dynamics Network) sono state approfondite le relazioni che intercorrono tra le modalità di aggiustamento dei salari e dei prezzi a livello di impresa. L'analisi si è avvalsa di informazioni individuali raccolte tramite un sondaggio condotto tra la fine del 2007 e la prima metà del 2008 presso circa 17.000 aziende di 17 paesi europei (di cui 12 dell'area dell'euro).

Da tali informazioni emerge che gli adeguamenti dei salari hanno luogo assai meno frequentemente di quelli dei prezzi e sono relativamente più sincronizzati in tutti i paesi: per oltre la metà delle aziende i salari vengono modificati in un mese specifico (in prevalenza in gennaio). Mentre la frequenza di aggiustamento dei prezzi varia significativamente tra settori economici, risultando più elevata al crescere dell'intensità delle pressioni concorrenziali e al ridursi dell'incidenza dell'input di lavoro sui costi complessivi, quella dei salari presenta una maggiore eterogeneità tra paesi, dovuta essenzialmente a fattori di natura istituzionale. In particolare, la presenza di meccanismi di indicizzazione dei salari ai prezzi e la diffusione di forme di contrattazione collettiva a livello di impresa vincolano le aziende a modificare i salari più spesso. Indipendentemente dalla frequenza di aggiustamento, emerge in tutti i paesi una diffusa rigidità verso il basso dei salari di base (anch'essa principalmente ascrivibile agli assetti istituzionali nazionali). A fronte di shock esogeni sfavorevoli, le imprese tendono quindi a reagire riducendo gratifiche e benefit, modificando l'organizzazione del lavoro, gli scatti di anzianità, le promozioni e, laddove consentito dalla normativa, usando il pre-pensionamento per sostituire i lavoratori in uscita con altri a più basso costo. In presenza di tale rigidità, un livello d'inflazione troppo basso implicherebbe variazioni indesiderate dei salari reali, con riflessi negativi sulla domanda di lavoro.

La flessione dell'attività economica ha indotto le imprese industriali, e in modo più blando quelle dei servizi, a ridurre i margini di profitto. Secondo i dati di contabilità nazionale, nel complesso dell'area dell'euro la quota dei profitti sul valore aggiunto dell'industria è scesa nel 2008 di circa un punto percentuale; per la Germania si tratta del primo calo negli ultimi sette anni.

L'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro nella prima parte del 2008 e l'indebolimento della domanda mondiale hanno contribuito a mantenere moderato il ritmo di crescita dei prezzi dei beni esportati, intorno al 2 per cento dall'1,5 dell'anno precedente, a fronte di un'accelerazione più marcata di quelli praticati sul mercato interno al 4,2 per cento dal 3,1 (misurato sulla base dei prezzi alla produzione dei beni al netto degli energetici). La dinamica trimestrale evidenzia una decisa caduta dei prezzi alle esportazioni nel quarto trimestre del 2008, in corrispondenza dell'acuirsi della crisi internazionale.

Le aspettative d'inflazione. – Nel corso del 2008 le attese d'inflazione al consumo relative al 2009 censite da *Consensus Forecasts* sono salite progressivamente fino all'estate per poi flettere molto rapidamente nei mesi successivi. In maggio esse si attestavano in media sullo 0,4 per cento (tav. 5.4); in tale valutazione vi è implicito un ulteriore calo dell'inflazione nei mesi estivi, su livelli temporaneamente negativi, legato soprattutto agli effetti base connessi ai passati andamenti dei corsi energetici.

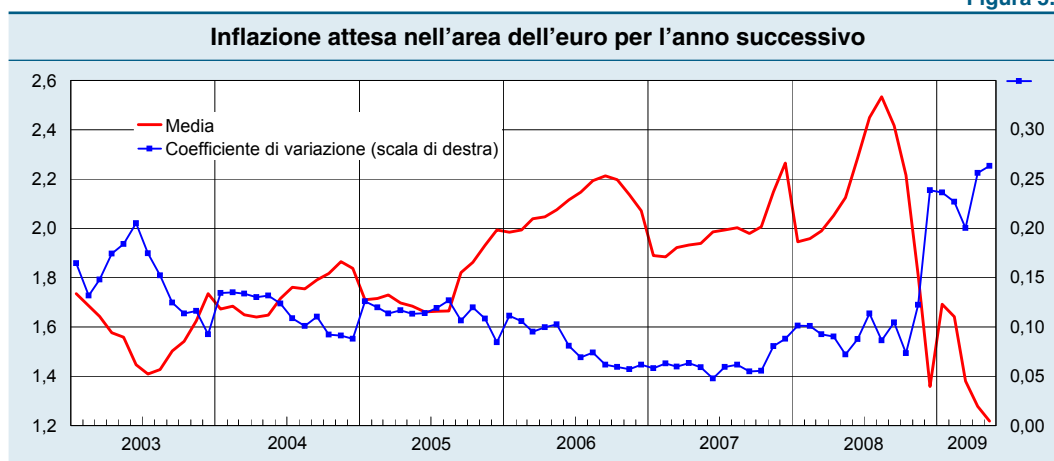
Tavola 5.4

PAESI	2009				2010			
	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (2)	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	Commissione europea (2)
Italia	0,8	0,7	0,7	0,8	1,6	0,6	0,7	1,8
Francia	0,2	0,5	0,4	0,2	1,1	1,0	0,6	0,9
Germania	0,3	0,1	0,6	0,3	0,9	-0,4	0,5	0,7
Spagna	-0,1	0,0	nd	-0,1	1,5	0,9	nd	1,4
Area dell'euro (4)	0,4	0,4	0,6	0,4	1,2	0,6	0,7	1,2

Fonte: *Consensus Forecasts*, FMI, OCSE, Commissione europea.
 (1) Formulate a maggio 2009. – (2) Formulate ad aprile 2009. – (3) Formulate a marzo 2009. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

Per il 2010, gli operatori prevedono un rialzo dell'inflazione al consumo dell'area di circa un punto percentuale, in connessione con una stabilizzazione delle quotazioni delle materie di base e una graduale ripresa dell'attività economica. La dinamica dei prezzi rimarrebbe comunque ben al di sotto del 2 per cento. La forte incertezza relativa alla rapidità e all'intensità del miglioramento del quadro congiunturale si riflette inoltre in un'elevata dispersione delle attese di breve periodo, che indica la presenza di rischi al ribasso. Il coefficiente di variazione delle aspettative rilevate da Consensus Forecasts per l'anno successivo ha raggiunto, nei primi mesi di quest'anno, i livelli massimi registrati dal 2003 (fig. 5.6). Per contro, le attese relative agli orizzonti più lunghi segnalano una sostanziale stazionarietà dell'inflazione, sui livelli coerenti con l'obiettivo della politica monetaria comune.

Figura 5.6



Fonte: elaborazioni su dati Consensus Forecasts.

Le attese di inflazione tra i cinque e i dieci anni in avanti desunte dai mercati finanziari si sono finora mantenute su livelli che, al netto dei premi per il rischio, sono in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi nell'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*).

L'occupazione

Secondo i dati di contabilità nazionale, nel complesso del 2008 il numero di occupati nell'area dell'euro è salito dello 0,8 per cento. Dall'estate ha tuttavia risentito pesantemente dell'aggravarsi della recessione: nel secondo semestre si è registrato un calo dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. Il tasso di disoccupazione è progressivamente salito dal 7,3 per cento del gennaio 2008 all'8,9 dello scorso marzo.

In Germania il deterioramento ciclico ha tardato a riflettersi sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione, dopo essere calato di circa un punto percentuale nel 2008 (al 7,3 per cento), ha invertito la sua tendenza nei primi mesi dell'anno in corso, collocandosi in marzo al 7,6 per cento.

In Francia l'occupazione, misurata in termini di unità standard di lavoro, è salita nella prima parte del 2008 per poi flettere; in media d'anno ha segnato un rallentamento allo 0,6 per cento (dall'1,7). Il tasso di disoccupazione è salito di circa due punti percentuali negli ultimi quindici mesi.

In Spagna l'occupazione è scesa nel 2008, in misura estremamente accentuata a partire dal secondo trimestre. La contrazione ha colpito in modo particolarmente grave il settore delle costruzioni (-10,7 per cento in termini di unità standard di lavoro), meno l'industria in senso stretto (-1,2 per cento). Nel settore dei servizi si è invece

registrato un rallentamento, al 2,0 per cento dal 3,6 dell'anno precedente. Il tasso di disoccupazione complessivo, in continuo aumento dalla metà del 2007 quando si collocava intorno all'8 per cento, ha raggiunto il livello eccezionalmente alto del 17,4 nello scorso mese di marzo.

In base ai dati dell'Eurostat sulle forze di lavoro, nel 2008 il tasso di attività della popolazione in età da lavoro è cresciuto al 66,2 per cento, circa mezzo punto percentuale in più rispetto al 2007; l'aumento ha riguardato più la componente femminile (al 58,8 per cento dal 57,8) che quella maschile (al 73,5 per cento dal 73,3). Gli indicatori del mercato del lavoro dei paesi dell'area dell'euro, pur progredendo, si discostano ancora dagli obiettivi dell'Agenda di Lisbona per il 2010, che fissano il tasso di attività complessivo al 70 per cento, quello femminile al 60 e quello della popolazione di età tra i 55 e i 64 anni al 50 per cento.

La bilancia dei pagamenti

Nel 2008 il conto corrente dell'area dell'euro è sensibilmente peggiorato, registrando un disavanzo di 93,6 miliardi (1,0 per cento del PIL), da un surplus di 11,1 nel 2007. Il deterioramento è attribuibile per circa la metà allo scambio di beni, su cui hanno inciso soprattutto i forti rincari delle materie prime; sono peggiorati anche i saldi delle altre voci, in particolare quello dei redditi (tav. 5.5). Gli afflussi netti nel conto finanziario sono stati pari a 313,6 miliardi. Gli errori e omissioni, consistenti e di segno negativo dal 2002, sono risultati ancora elevati (-232,4 miliardi): come nel recente passato, ci si può attendere che, con il passaggio ai dati definitivi, si verifichi una revisione al ribasso degli afflussi netti nel conto finanziario, riducendo la dimensione della discrepanza statistica.

Tavola 5.5

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008
Conto corrente	60,6	9,2	-10,5	11,1	-93,6
Merci	94,3	43,7	12,3	46,4	-6,1
Servizi	32,0	38,7	43,3	49,2	41,7
Redditi	-6,3	0,2	13,6	1,4	-32,4
Trasferimenti unilaterali	-59,5	-73,3	-79,7	-85,9	-96,8
Conto capitale	16,5	11,4	9,2	13,7	12,4
Conto finanziario	-26,2	10,2	141,4	41,2	313,6
Investimenti diretti	-79,6	-205,9	-157,6	-92,5	-251,3
Investimenti di portafoglio	72,0	127,1	293,7	159,7	439,2
Derivati	-8,4	-17,3	3,3	-67,0	-30,9
Altri investimenti	-22,6	88,8	2,9	46,0	160,5
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	-10,9	87,0	-27,3	86,9	-142,3
Variazione riserve ufficiali (3)	12,5	17,7	-0,9	-5,1	-3,9
Errori e omissioni	-50,9	-30,8	-140,2	-66,0	-232,4

Fonte: BCE.

(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. - (2) Escluso l'Eurosistema. - (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

Le partite correnti. – Fino ai mesi estivi, l'aumento dei corsi delle materie prime ha determinato una forte crescita in valore delle importazioni di prodotti petroliferi e un peggioramento del saldo commerciale, sceso da un avanzo di 46,4 miliardi nel 2007 a un sostanziale equilibrio nel 2008. Si sono ridotti anche i saldi attivi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti (attestandosi rispettivamente a 57,3 e 49,5 miliardi), riflettendo l'apprezzamento dell'euro e il più marcato rallentamento ciclico in quelle economie. Il disavanzo nei confronti della Cina si è leggermente ampliato, raggiungendo i 113,8 miliardi (tav. 5.6).

Tavola 5.6

Area dell'euro: interscambio commerciale fob-fob per paese o area (1) (miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2007 e composizione percentuale)								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione (3)	Valori	Variazioni	Composi- zione (3)	Valori	
	2008			2008			2007	2008
Paesi della UE esterni all'area	542,5	1,5	35,3	435,9	5,4	28,2	120,8	106,6
Danimarca	36,4	4,5	2,3	30,4	6,2	1,9	6,2	6,0
Regno Unito	233,6	-2,7	15,9	176,2	1,3	11,9	66,1	57,3
Svezia	54,3	-2,4	3,7	51,5	1,4	3,5	4,9	2,9
Altri paesi della UE (2)	218,2	7,0	13,5	177,8	10,9	10,9	43,5	40,4
Resto del mondo	1.036,9	5,9	64,7	1.149,5	9,1	71,8	-74,3	-112,7
Brasile	22,5	23,0	1,2	27,9	9,4	1,7	-7,2	-5,4
Canada	18,6	1,0	1,2	14,3	9,7	0,9	5,4	4,3
Cina	65,5	8,2	4,0	179,3	7,0	11,4	-107,0	-113,8
Giappone	33,8	-0,4	2,2	55,8	-2,5	3,9	-23,3	-22,0
India	23,5	2,1	1,5	20,9	13,9	1,3	4,7	2,6
Russia	79,1	15,3	4,5	111,9	17,7	6,5	-26,5	-32,8
Stati Uniti	192,6	-2,0	13,0	143,1	4,9	9,3	60,0	49,5
Svizzera	91,8	6,4	5,7	79,2	5,8	5,1	11,4	12,6
Altri paesi	509,4	7,5	31,3	517,1	11,1	31,7	8,2	-7,7
Totale	1.579,3	4,3	100,0	1.585,4	8,0	100,0	46,4	-6,1

Fonte: BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi. – (2) Include l'interscambio, di ammontare esiguo, con le istituzioni della UE, che sono considerate entità con residenza esterna all'area. – (3) La composizione percentuale si riferisce al 2007.

Il surplus nei servizi è sceso da 49,2 a 41,7 miliardi, interrompendo il progressivo ampliamento in atto dal 2001; la riduzione si è concentrata nell'interscambio con i paesi anglosassoni.

I redditi sono passati da un saldo in pareggio a un disavanzo di 32,4 miliardi di euro, per effetto soprattutto di maggiori pagamenti all'estero sulle passività di portafoglio; vi hanno contribuito sia i dividendi distribuiti nella prima parte dell'anno, sia gli interessi sui titoli di debito. Il disavanzo nei trasferimenti unilaterali è salito a 96,8 miliardi (da 85,9).

Gli investimenti diretti e gli investimenti di portafoglio. – Le turbolenze finanziarie avviate nel 2007 e aggravatesi nel 2008 hanno nettamente ridotto le fusioni e acquisi-

zioni internazionali. Gli investimenti diretti, che nel 2007 avevano raggiunto in termini reali un livello inferiore soltanto al massimo storico del 2000, sono diminuiti sia in uscita sia, soprattutto, in entrata, determinando un aumento dei deflussi netti, da 92,5 a 251,3 miliardi.

Anche gli investimenti di portafoglio hanno risentito degli sviluppi della crisi finanziaria. Nel complesso dell'anno vi sono stati disinvestimenti di azioni da parte sia dei residenti sia dei non residenti, in relazione alla flessione delle quotazioni sui principali mercati e all'accresciuta avversione al rischio. Sono stati invece sostenuti i flussi in entrata di acquisto di titoli di debito (per circa quattro quinti del settore pubblico). In presenza di modesti investimenti all'estero, ne è derivato un aumento degli afflussi netti da 159,7 a 439,2 miliardi.

Un'analisi dell'andamento in corso d'anno delle attività sull'estero mostra che fino ad agosto i residenti hanno effettuato considerevoli investimenti di portafoglio in titoli di debito; nei mesi di settembre e ottobre, in relazione all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie, si sono invece registrate forti vendite sia di titoli di debito (138,6 miliardi, di cui 108,4 relativi a strumenti del mercato monetario) sia di azioni (76,8 miliardi). Secondo il dettaglio geografico, quasi la metà della riduzione dei flussi nel complesso dell'anno ha riguardato gli Stati Uniti. Dal lato delle passività sull'estero, i non residenti hanno effettuato ingenti disinvestimenti di titoli azionari nei mesi di settembre e ottobre (141,3 miliardi), compensati quasi interamente da acquisti netti di strumenti del mercato monetario, in corrispondenza di rilevanti emissioni a breve termine di alcuni governi dell'area.

La posizione patrimoniale sull'estero. – Alla fine del 2008 la posizione patrimoniale verso l'estero è risultata passiva per 1.720,9 miliardi (18,6 per cento del PIL; era il 13,0 alla fine del 2007). Il peggioramento riflette gli afflussi netti nel conto finanziario e, in misura minore, il contributo negativo degli aggiustamenti di valutazione derivanti da variazioni dei cambi e dei prezzi di mercato.

6. LE POLITICHE DI BILANCIO

Il peggioramento della fase congiunturale dal 2007 al 2008 ha posto termine alla fase di consolidamento delle finanze pubbliche in atto da un quadriennio. A partire dalla seconda metà del 2008, i principali paesi dell'area dell'euro sono intervenuti con misure di sostegno alla domanda aggregata, che si sono aggiunte agli interventi volti a stabilizzare il sistema bancario e finanziario. La manovra espansiva di bilancio trova ostacoli nei paesi che non hanno migliorato adeguatamente i conti pubblici nel periodo precedente la crisi, caratterizzato da crescita economica e dal buon andamento delle entrate. La Commissione europea prevede un ulteriore peggioramento dei saldi pubblici nel biennio 2009-2010, particolarmente significativo nell'anno in corso.

Le politiche di bilancio nel 2008. – L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro è aumentato lo scorso anno di 1,3 punti percentuali, all'1,9 per cento del PIL (tav. 6.1); tra il 2003 e il 2007 il disavanzo si era gradualmente ridotto, dal 3,1 allo 0,6 per cento del PIL. In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2007 e la prima parte del 2008, il disavanzo dell'area sarebbe dovuto salire lievemente (di 0,1 punti percentuali, allo 0,9 per cento del PIL) rispetto al livello allora stimato per il 2007. Lo scostamento tra obiettivi e risultati è attribuibile a un tasso di crescita dell'attività economica (0,8 per cento) significativamente più basso di quello previsto nei programmi (2,3 per cento) e all'introduzione di misure discrezionali a sostegno della domanda aggregata.

In questo capitolo si fa riferimento ai dati pubblicati dalla Commissione europea nel maggio del 2009, che recepiscono le informazioni notificate dai paesi all'inizio di aprile nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi, sui quali l'Eurostat non ha espresso riserve.

L'Eurostat dovrebbe diffondere nelle prossime settimane le proprie decisioni relative alle modalità di contabilizzazione ai fini dell'indebitamento netto e del debito di alcune misure di sostegno al settore bancario e finanziario. Le decisioni dell'Eurostat dovrebbero avere un impatto rilevante solo sul livello del debito di alcuni paesi, dal momento che le misure oggetto di verifica riguardano prevalentemente transazioni finanziarie e concessioni di garanzie.

La situazione dei conti pubblici è peggiorata nella maggior parte dei paesi. In Irlanda e in Spagna si è passati da un avanzo (pari rispettivamente allo 0,2 e al 2,2 per cento del PIL) a un disavanzo superiore alla soglia del 3 per cento (pari rispettivamente al 7,1 e al 3,8 per cento). In entrambi i paesi sul peggioramento ha influito soprattutto la contrazione dell'attività economica; in Spagna ha inciso anche l'entrata a pieno regime delle misure di riduzione del prelievo varate alla fine del 2006. L'indebitamento netto ha superato il 3 per cento del PIL anche in Francia (3,4 per cento, dal 2,7); permane oltre la soglia di riferimento in Grecia (5,0 per cento). In Germania il saldo di bilancio ha fatto registrare un sostanziale pareggio per il secondo anno consecutivo. Solo nei Paesi Bassi il saldo è migliorato, con un avanzo passato dallo 0,3 all'1,0 per cento del

PIL; vi ha influito il prezzo del gas naturale che è rimasto su livelli relativamente elevati per la maggior parte dell'anno.

Tavola 6.1

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati e previsioni per il 2009-2010 (in percentuale del PIL)								
PAESI	Indebitamento netto				Debito			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Germania	0,2	0,1	3,9	5,9	65,1	65,9	73,4	78,7
Francia	2,7	3,4	6,6	7,0	63,8	68,0	79,7	86,0
Italia	1,5	2,7	4,5	4,8	103,5	105,8	113,0	116,1
Spagna	-2,2	3,8	8,6	9,8	36,2	39,5	50,8	62,3
Paesi Bassi	-0,3	-1,0	3,4	6,1	45,6	58,2	57,0	63,1
Belgio	0,2	1,2	4,5	6,1	84,0	89,6	95,7	100,9
Austria	0,5	0,4	4,2	5,3	59,4	62,5	70,4	75,2
Grecia	3,6	5,0	5,1	5,7	94,8	97,6	103,4	108,0
Finlandia	-5,2	-4,2	0,8	2,9	35,1	33,4	39,7	45,7
Irlanda	-0,2	7,1	12,0	15,6	25,0	43,2	61,2	79,7
Portogallo	2,6	2,6	6,5	6,7	63,5	66,4	75,4	81,5
Slovacchia	1,9	2,2	4,7	5,4	29,4	27,6	32,2	36,3
Slovenia	-0,5	0,9	5,5	6,5	23,4	22,8	29,3	34,9
Lussemburgo	-3,6	-2,6	1,5	2,8	6,9	14,7	16,0	16,4
Cipro	-3,4	-0,9	1,9	2,6	59,4	49,1	47,5	47,9
Malta	2,2	4,7	3,6	3,2	62,1	64,1	67,0	68,9
Area euro (1)								
Commissione europea	0,6	1,9	5,3	6,5	66,0	69,3	77,7	83,8
Programmi di stabilità	-	1,6	3,5	3,4	-	69,3	72,3	73,9
FMI	-	1,8	5,4	6,1	-	69,1	78,9	85,0

Fonte: per i dati relativi ai singoli paesi, Commissione europea, *Spring Forecasts* (maggio 2009). Per le medie relative all'area dell'euro: Commissione europea, *Spring Forecasts* (maggio 2009); elaborazioni su dati degli aggiornamenti dei programmi di stabilità e, ove presenti, dei relativi addendum; FMI, *World Economic Outlook* (aprile 2009).
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

L'avanzo primario dell'area è diminuito all'1,1 per cento del PIL, dal 2,3 per cento nel 2007. Il peggioramento ha riflesso la riduzione di 0,7 punti delle entrate, al 44,7 per cento del PIL, e l'aumento di 0,6 punti delle spese primarie, al 43,7 per cento. La spesa per interessi è rimasta sostanzialmente stabile al 3,0 per cento.

L'andamento delle entrate è quasi del tutto attribuibile alla contrazione delle imposte indirette (-0,6 punti percentuali del PIL). Queste ultime hanno risentito del marcato rallentamento dei consumi interni e, in misura minore, degli effetti di interventi di natura discrezionale.

Il significativo aumento dell'incidenza delle spese primarie è principalmente dovuto alla dinamica delle prestazioni sociali (0,3 per cento del PIL).

Nelle stime della Commissione europea l'indebitamento netto strutturale dell'area (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è aumentato di un punto percentuale, al 2,8 per cento del PIL.

L'attuale contesto congiunturale determina ampi margini di incertezza nelle stime dell'indebitamento netto strutturale, data la difficoltà di misurare in tempo reale la posizione ciclica dell'economia.

Il rapporto fra il debito pubblico dell'area e il prodotto è aumentato di 3,3 punti, al 69,3 per cento, anche per effetto degli interventi a sostegno del settore finanziario.

È passato da sette a otto il numero di paesi con livelli di debito superiori alla soglia del 60 per cento del PIL, a seguito dell'aumento di 3,1 punti registrato in Austria (al 62,5 per cento). L'incidenza del debito sul prodotto è aumentata significativamente in Irlanda (18,2 punti, al 43,2 per cento), nei Paesi Bassi (12,6 punti, al 58,2 per cento) e, in misura minore, in Belgio (5,6 punti, all'89,6 per cento), principalmente per effetto degli interventi a sostegno del settore finanziario.

I programmi di stabilità. – In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati a partire dalla fine dello scorso ottobre, nel 2009 l'indebitamento netto dell'area crescerebbe di 1,9 punti, dall'1,6 per cento del PIL allora atteso per il 2008 (tav. 6.1). Il saldo scenderebbe lievemente nel 2010, in concomitanza con una fase congiunturale più favorevole; nel 2011, ultimo anno dell'orizzonte previsivo per la maggior parte dei programmi, si registrerebbe un disavanzo pari al 2,6 per cento del PIL. Va comunque rilevato che in molti casi i programmi si basano su ipotesi macroeconomiche che oggi appaiono ottimistiche.

Molti paesi hanno predisposto gli aggiornamenti dei propri programmi di stabilità nell'ultima parte del 2008, quando l'incertezza sull'andamento futuro delle principali variabili macroeconomiche era particolarmente elevata. Alcuni hanno successivamente trasmesso alla Commissione sezioni supplementari per aggiornare le stime ufficiali. Altri hanno ritardato l'inoltro degli aggiornamenti ai primi mesi del 2009, in modo da basare le previsioni su informazioni quanto più aggiornate possibile.

Le previsioni della Commissione per il 2009-2010. – In base alle previsioni presentate a maggio dalla Commissione, fondate su un quadro macroeconomico significativamente meno favorevole di quello indicato in media nei programmi, nel 2009 l'indebitamento netto dell'area aumenterebbe di 3,4 punti, al 5,3 per cento del PIL. Il disavanzo risulterebbe superiore alla soglia del 3 per cento del PIL in quasi tutti i paesi dell'area, peggiorerebbe in misura superiore ai 4 punti percentuali in sei paesi, aumenterebbe di 3,8 punti in Germania, di 3,2 in Francia, di 1,8 in Italia.

Nel giugno del 2008 il Consiglio dell'Unione europea (UE) ha abrogato le procedure per i disavanzi eccessivi in corso nei confronti dell'Italia (avviata nel giugno del 2005), del Portogallo (giugno 2005) e della Slovacchia (maggio 2004), dopo aver constatato la riduzione, ritenuta credibile e duratura, dell'indebitamento netto al di sotto del limite del 3 per cento.

Nel febbraio del 2009 la Commissione ha avviato la procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti di Grecia, Francia, Irlanda e Spagna che, sulla base delle stime della stessa Commissione, registrarono nel 2008 un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL. In aprile il Consiglio ha raccomandato alla Grecia di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2010. Tenuto conto della situazione congiunturale sfavorevole e dell'entità della correzione da apportare, il Consiglio ha raccomandato a Francia, Irlanda e Spagna di avviare il processo di rientro dalla situazione di disavanzo eccessivo nel 2010, per concluderlo entro il 2012 (2013 nel caso dell'Irlanda). In maggio la Commissione ha avviato la procedura per i disavanzi eccessivi anche nei confronti di Malta.

Per il 2010, a politiche di bilancio invariate, la Commissione stima un ulteriore aumento del disavanzo dell'area pari a 1,2 punti, al 6,5 per cento del PIL. Tutti i paesi registrerebbero un indebitamento netto prossimo o superiore al 3 per cento.

Tra il 2008 e il 2010 si passerebbe da un avanzo primario dell'1,1 per cento del PIL a un disavanzo del 3,3 per cento: si registrerebbe un aumento dell'incidenza delle spese primarie sul PIL di circa 4,1 punti percentuali e una riduzione di quella delle entrate di circa 0,3 punti. Tali dinamiche riflettono la gravità della fase congiunturale e l'entità dei pacchetti di misure discrezionali a sostegno delle economie.

Il debito passerebbe dal 69,3 per cento del PIL nel 2008, all'83,8 nel 2010. Tale incremento è attribuibile agli elevati disavanzi primari, alla flessione del prodotto nominale e alle operazioni a sostegno del settore finanziario. Incrementi di entità assai rilevante si registrerebbero in Irlanda (36,5 punti percentuali del PIL, al 79,7 per cento) e in Spagna (22,8 punti, al 62,3 per cento). L'incidenza del debito sul prodotto tornerebbe al di sopra del 100 per cento in Grecia (108 per cento) e in Belgio (100,9 per cento).

Le manovre di bilancio anticrisi nei principali paesi dell'area dell'euro. – A partire dalla seconda metà del 2008 l'aggravarsi della crisi ha indotto i paesi dell'area dell'euro a intervenire con azioni di bilancio espansive. In dicembre, il Consiglio della UE ha approvato un piano di sostegno macroeconomico (European Economic Recovery Plan) che richiedeva interventi per un importo complessivo pari all'1,5 per cento del prodotto della UE, di cui circa un quinto a carico del bilancio comunitario. Sulla base delle stime della Commissione rese note in maggio, le misure complessivamente adottate dai paesi dell'area ammontano all'1,1 per cento del PIL nel 2009 e allo 0,8 nel 2010.

Oltre ad auspicare interventi differenziati sulla base delle specificità di ciascun paese in termini di impatto della crisi e di situazione dei conti pubblici, il Consiglio sottolineava l'opportunità di attuare misure temporanee e mirate, volte a sostenere le categorie più deboli e le aree dove maggiore è la risposta all'azione pubblica. Il Consiglio evidenziava inoltre che un più intenso coordinamento consentirebbe ai singoli paesi di beneficiare di esternalità positive e di disincentivare comportamenti opportunistici.

In Spagna gli interventi anticrisi sono iniziati lo scorso aprile; gli altri paesi dell'area hanno introdotto o annunciato misure a sostegno dell'economia dalla fine del 2008.

Relativamente alle principali economie (Germania, Francia, Italia, Spagna), si riscontrano ampie differenze nell'entità degli interventi. La Germania ha approvato misure che comportano per il biennio 2009-2010 un aumento del disavanzo di circa 3,5 punti percentuali del PIL, ripartito in maniera sostanzialmente uniforme nei due anni. Gli interventi decisi in Francia e in Spagna interessano prevalentemente il 2009 e determinano un peggioramento del saldo di bilancio rispettivamente di circa tre quarti di punto e di oltre due punti del prodotto (quest'ultima valutazione non tiene conto delle ulteriori misure annunciate a metà maggio del 2009 dal governo spagnolo). Sulla base delle stime ufficiali le misure anticrisi approvate dal Governo italiano non hanno effetti sull'indebitamento netto (cfr. il paragrafo del capitolo 13: *La politica di bilancio per il 2009 e per il medio termine*), anche in connessione con i vincoli posti dall'elevato debito pubblico del Paese.

Gli interventi tendono ad avere carattere temporaneo in tutti i paesi, sebbene in Germania non sia trascurabile la presenza di misure permanenti. Tutti i maggiori paesi dell'area prevedono misure a

sostegno delle fasce della popolazione più colpite dalla crisi, prevalentemente mediante sgravi fiscali e attività di riqualificazione professionale. Larga parte delle risorse viene inoltre destinata a investimenti pubblici e a settori strategici per la crescita economica, con il potenziamento o la rimodulazione dei programmi di investimento in infrastrutture. Infine, in alcuni paesi sono stati adottati interventi di carattere settoriale, in particolare in favore dei settori automobilistico e dell'edilizia.

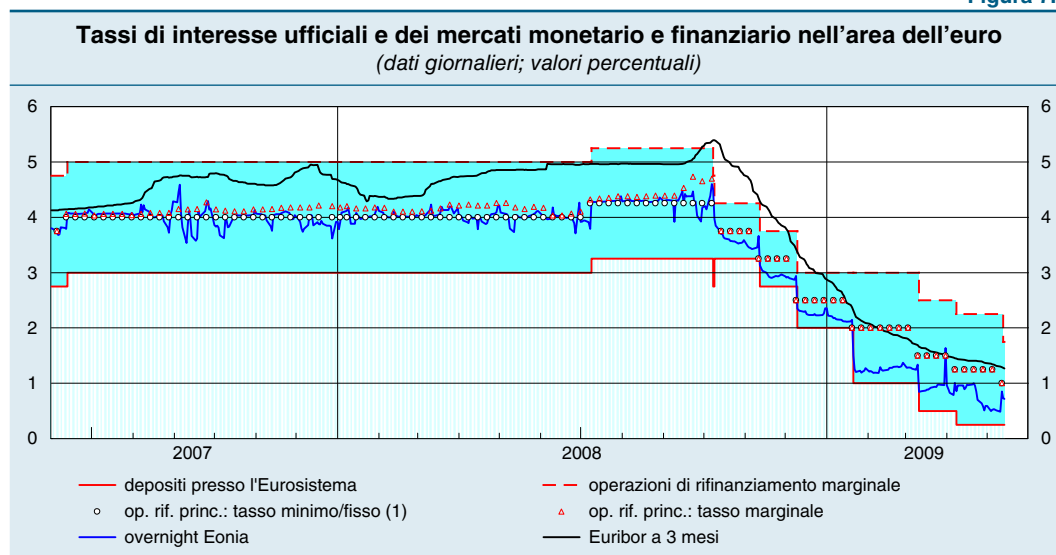
Diversamente dagli altri paesi dell'area, la politica discrezionale dell'Irlanda risulta sostanzialmente restrittiva. Considerando le azioni intraprese dal governo a partire dal luglio scorso, gli interventi determinano una riduzione del disavanzo di bilancio nel 2009 di 4,1 punti percentuali del PIL: si tratta dell'effetto netto di misure volte a limitare il deterioramento dei conti pubblici (-4,6 punti) e a sostenere le fasce più deboli della popolazione (0,5 punti percentuali).

È importante per la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche che le misure di sostegno alla congiuntura vengano al più presto accompagnate da piani di rientro dei disavanzi che riportino rapidamente il debito pubblico di ciascun paese almeno ai livelli precedenti la crisi. Questa può essere l'occasione per attuare riforme strutturali in linea con la strategia di Lisbona, che favoriscano la crescita economica e contengano l'aumento della spesa nel più lungo termine. Quest'ultimo obiettivo assume particolare rilevanza dati gli effetti attesi dall'invecchiamento della popolazione. Nelle stime della Commissione europea dello scorso aprile, gli andamenti demografici previsti determinano nei paesi dell'area un incremento medio della spesa pubblica di oltre 5 punti percentuali del PIL tra il 2007 e il 2060.

7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nella prima metà del 2008 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto invariati i tassi d'interesse ufficiali, pur in presenza di pressioni inflazionistiche originate dai forti rialzi dei prezzi dell'energia e delle materie prime, in un contesto di elevata incertezza sugli sviluppi della crisi finanziaria globale. A inizio luglio, per contrastare i rischi di un disancoraggio delle aspettative d'inflazione da livelli coerenti con la stabilità dei prezzi, il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stato aumentato di 25 punti base, al 4,25 per cento (fig. 7.1).

Figura 7.1



Fonte: BCE, Reuters.

(1) Tasso minimo fino al 14 ottobre 2008; successivamente tasso fisso.

A partire da agosto, il cambiamento delle prospettive di crescita internazionale ha provocato una rapida inversione del ciclo dei prezzi delle materie prime e una riduzione delle pressioni inflazionistiche. In settembre l'acuirsi della crisi finanziaria globale e il conseguente aumento della volatilità su tutti i mercati (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*) hanno determinato un brusco peggioramento delle condizioni di liquidità sui mercati interbancari che ha minacciato la stabilità del sistema finanziario. Ciò ha indotto un repentino deterioramento delle condizioni di offerta del credito all'economia e delle prospettive di crescita e un ulteriore calo delle pressioni inflazionistiche. I prestiti al settore privato hanno bruscamente decelerato.

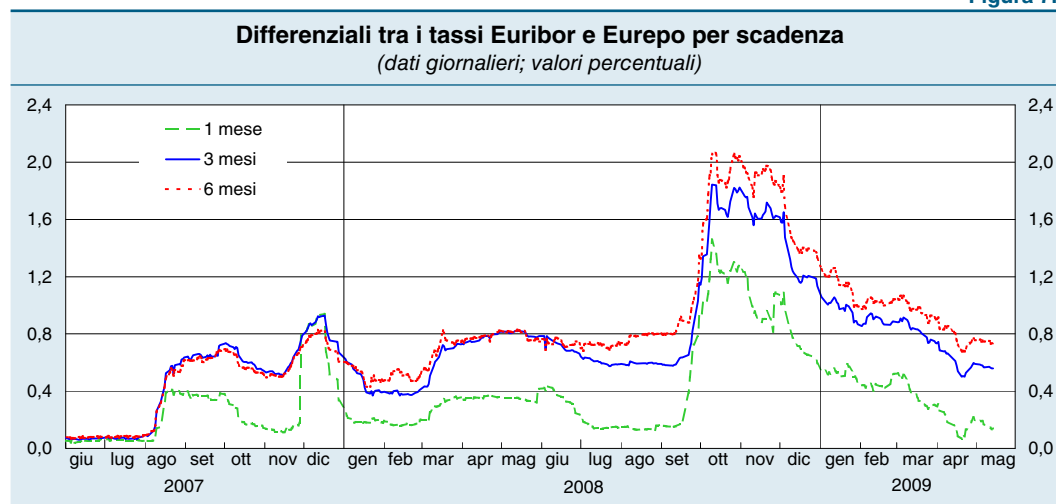
Il Consiglio direttivo ha decisamente allentato le condizioni monetarie. Il tasso ufficiale è stato ridotto di 50 punti base in ottobre, con una manovra concertata con le altre principali banche centrali, e di ulteriori 2,75 punti percentuali complessivamente nei mesi successivi, fino all'1,0 per cento all'inizio di maggio del 2009, il livello più basso mai raggiunto.

A partire dall'autunno l'Eurosistema ha avviato operazioni di rifinanziamento del sistema bancario del tutto eccezionali, miranti a garantire il funzionamento del mercato monetario e a sostenere l'afflusso di credito all'economia. Da ottobre, le operazioni sono state condotte mediante aste a tasso fisso con aggiudicazione integrale degli importi richiesti, su scadenze fino a sei mesi. È stata, inoltre, ampliata la tipologia di garanzie utilizzabili. Nella riunione del 7 maggio il Consiglio direttivo ha annunciato che a partire da giugno l'Eurosistema porrà in atto anche operazioni di rifinanziamento a dodici mesi e che verranno effettuati acquisti di obbligazioni garantite (*covered bonds*) in euro emesse nell'area, con lo scopo di contribuire ulteriormente al finanziamento dell'economia.

I tassi d'interesse e il cambio dell'euro

I tassi d'interesse a breve termine. – Tra gennaio e ottobre i tassi d'interesse sui prestiti non garantiti (Euribor) sul mercato monetario sono aumentati con riferimento a tutte le scadenze (fino al 5,4 per cento su quella a tre mesi; fig. 7.1) risentendo dell'acuirsi delle tensioni finanziarie. Successivamente al dissesto della banca d'investimento Lehman Brothers, il 15 settembre, i differenziali rispetto ai tassi sui prestiti assistiti da garanzia (Eurepo), che forniscono una misura dei premi per il rischio sul mercato interbancario, hanno toccato valori mai registrati prima (180 punti base sulla scadenza a tre mesi; fig. 7.2). Sono poi gradualmente diminuiti a seguito delle misure straordinarie messe in atto dall'Eurosistema, delle riduzioni dei tassi ufficiali e dell'annuncio da parte dei governi dell'area dell'euro di interventi a sostegno delle istituzioni finanziarie in difficoltà (cfr. *Bollettino economico*, n. 54, 2008). A metà maggio 2009 l'Euribor a tre mesi si collocava all'1,3 per cento (circa 60 punti base al di sopra del tasso Eurepo), in linea con i corrispondenti tassi in sterline e poco al di sopra di quelli in dollari.

Figura 7.2

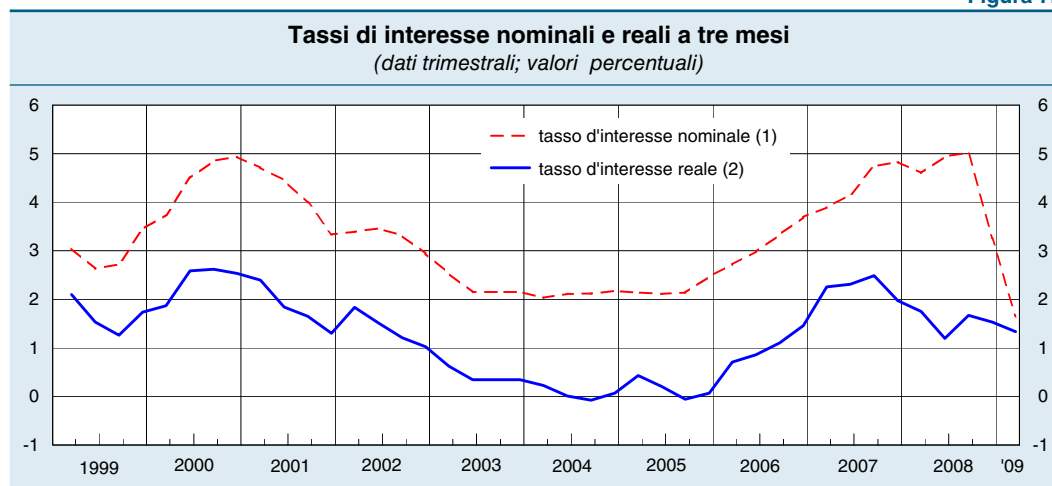


Fonte: Reuters.

I tassi reali a breve termine, in diminuzione nella prima parte del 2008 per l'aumento delle aspettative d'inflazione, hanno mostrato una tendenza al rialzo dall'autunno, a seguito dell'inversione di quelle stesse aspettative e, in misura minore, dell'incremento dei premi per il rischio sul mercato interbancario; la rapida riduzione dei tassi ufficiali ha

tuttavia consentito di mantenerli su livelli contenuti (fig. 7.3). A metà maggio 2009 il tasso reale a tre mesi si collocava all'1,2 per cento.

Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tasso Euribor a 3 mesi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre). – (2) Differenza tra il tasso d'interesse nominale e le aspettative d'inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale Consensus Forecasts.

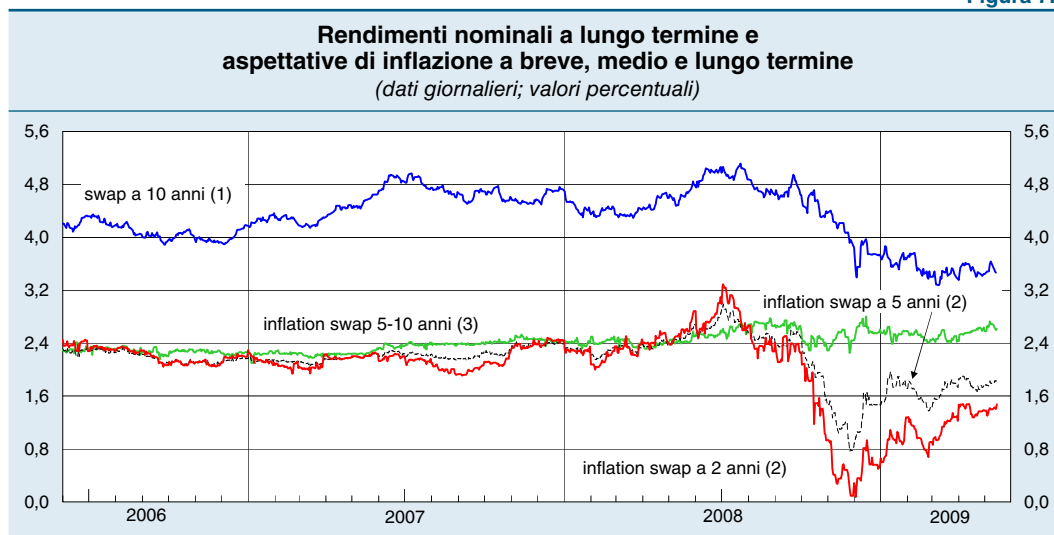
L'esperienza storica suggerisce che in un contesto di brusco calo dell'inflazione e di significativi rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi, aggravati dalla presenza di un limite inferiore al livello dei tassi di interesse nominali (che possono al più scendere allo zero), è opportuno ridurre i tassi ufficiali con maggiore rapidità rispetto a quanto suggerito da una strategia ottimale in condizioni "normali". L'esperienza degli Stati Uniti durante la grande depressione e del Giappone agli inizi degli anni novanta suggeriscono che in periodi di crisi ritardi nell'adozione di un orientamento marcatamente espansivo della politica monetaria, mantenendo i tassi d'interesse reali su livelli eccessivamente elevati, possono aggravare l'evoluzione negativa del ciclo economico e contribuire a innescare una spirale deflazionistica. È necessario tuttavia che alla rapidità con cui le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali faccia seguito un'altrettanto rapida rimozione dello stimolo monetario nel momento in cui si registreranno segnali positivi nell'economia, al fine di evitare l'insorgere di bolle speculative nei prezzi delle attività reali e finanziarie.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine in euro, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni, dopo essere aumentati al 5 per cento nella prima metà del 2008 sono ridiscesi a seguito del brusco mutamento delle prospettive macroeconomiche dell'area, del rapido calo delle aspettative di inflazione e dell'allentamento della politica monetaria, collocandosi al 3,5 per cento a metà maggio del 2009 (fig. 7.4). I rendimenti dei titoli pubblici a medio e a lungo termine dei paesi dell'area hanno mostrato una dinamica simile. A partire da ottobre 2008 i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato decennali di alcuni paesi membri e i Bund tedeschi di pari durata, già in aumento nella prima parte dell'anno, si sono ulteriormente ampliati, a causa di timori sulle prospettive delle finanze pubbliche e di un *flight to quality* a favore dei titoli tedeschi, caratterizzati anche da un maggiore grado di liquidità (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). Dopo avere raggiunto valori massimi lo scorso gennaio, tali differenziali si sono in parte ridotti nel periodo più recente.

Le attese di inflazione a breve e a medio termine, ricavate dai rendimenti dei contratti swap sul tasso d'inflazione dell'area, dopo un rapido ma temporaneo aumento in giugno (fig. 7.4) sono bruscamente calate, toccando lo zero a fine novembre sulla scadenza a due anni (0,8 per cento per quella a cinque anni), per poi risalire verso l'1,4

per cento a metà maggio. Le aspettative d'inflazione sull'orizzonte tra i cinque e i dieci anni in avanti, che risentono in misura minore dell'andamento corrente dell'inflazione, sono invece rimaste stabili su valori che al netto dei premi per il rischio risultano finora in linea con la stabilità dei prezzi. Indicazioni simili emergono dalle risposte ai sondaggi effettuati da *Consensus Economics* e dalla *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE (cfr. il paragrafo del capitolo 5: *I prezzi e i costi*).

Figura 7.4



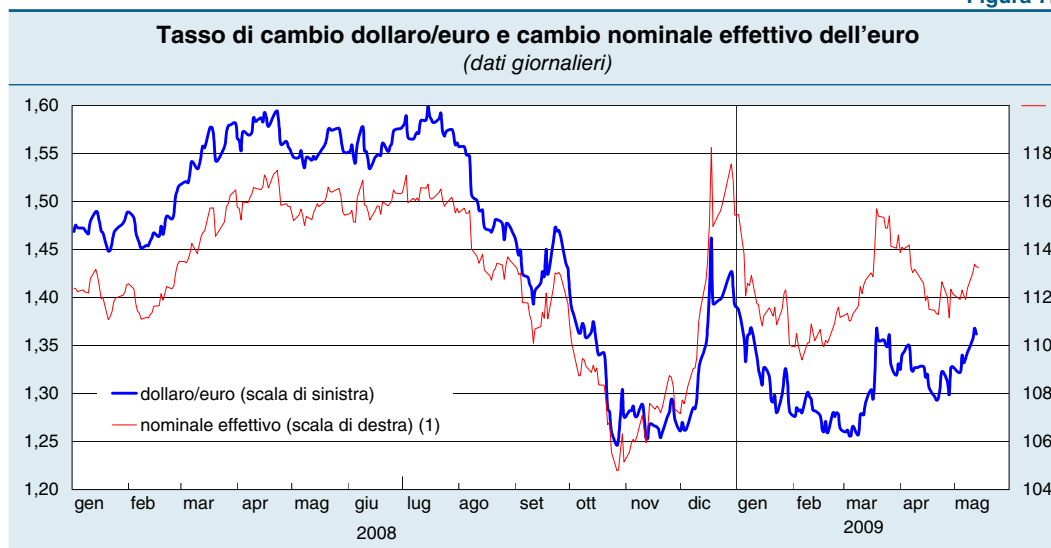
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Reuters.

(1) Rendimenti dei contratti swap sui tassi d'interesse a dieci anni. – (2) Rendimenti dei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a due e a cinque anni. – (3) Rendimento a termine implicito nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni.

L'ancoraggio delle aspettative d'inflazione a lungo termine ha contribuito a contenere gli effetti inflazionistici degli eccezionali rincari delle materie prime energetiche registrati a partire dal 2007. Analisi econometriche indicano che tali effetti sono stati di gran lunga inferiori a quelli osservati nelle principali economie avanzate in occasione degli shock petroliferi degli anni settanta. La credibilità dell'Eurosistema ha giocato un ruolo importante nell'attenuazione dell'impatto del rincaro del petrolio sull'inflazione in Italia, riducendone soprattutto la persistenza; nel periodo successivo al 1999, la risposta dell'inflazione italiana a questi rincari è stata, infatti, simile a quella osservata in passato nei paesi a più bassa inflazione, quali la Germania.

Il cambio dell'euro. – La valuta dell'area si è apprezzata nei confronti del dollaro nella prima parte del 2008 (fig. 7.5); a tale andamento hanno contribuito le attese di un ampliamento del differenziale d'interesse a favore delle attività in euro in relazione al diverso orientamento delle rispettive politiche monetarie (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Tale tendenza si è invertita a partire dall'estate, a seguito di indicazioni sulla dimensione globale della crisi economica e finanziaria e di aspettative di un conseguente allentamento delle condizioni monetarie da parte della BCE. L'apprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina inglese, già in atto nel 2007, si è intensificato nell'ultima parte del 2008, principalmente a causa dell'eccezionale rallentamento dell'attività economica e del rapido calo dei tassi d'interesse nel Regno Unito. In termini nominali effettivi, il tasso di cambio dell'euro ha registrato oscillazioni significative nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009; a metà maggio 2009 si collocava sui livelli osservati all'inizio del 2008. L'elevata incertezza sulla congiuntura internazionale e il peggioramento delle condizioni sui mercati finanziari dall'autunno hanno fortemente aumentato la volatilità sui mercati valutari.

Figura 7.5



La moneta e il credito

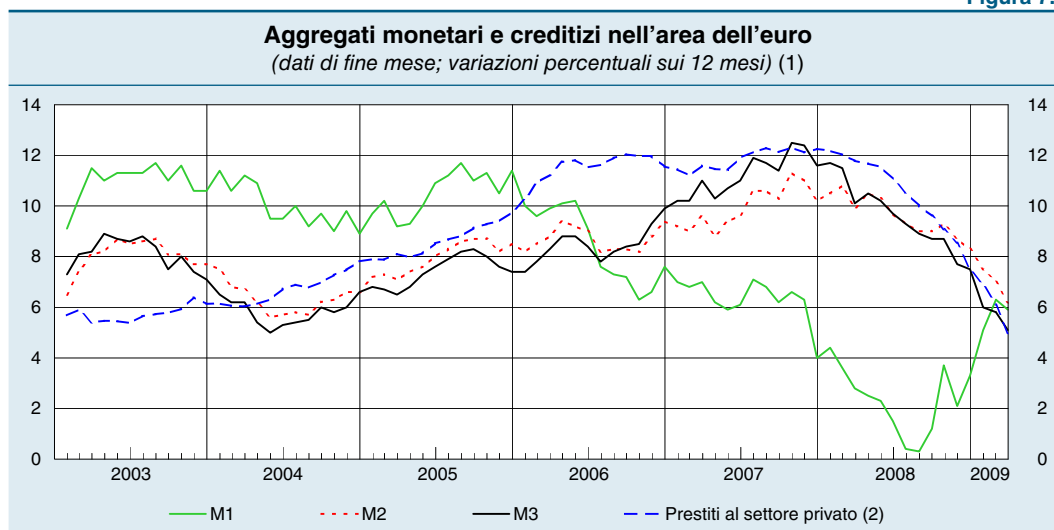
La moneta. – Nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009 nell'area dell'euro la crescita della moneta M3 è progressivamente diminuita (al 5,1 per cento sui dodici mesi in marzo, dall'11,5 del dicembre 2007; fig. 7.6). L'aggravarsi della crisi finanziaria ha influito significativamente sulla composizione della M3: la maggiore preferenza per la liquidità da parte degli investitori e il forte calo dei tassi d'interesse del mercato interbancario hanno determinato un marcato rallentamento degli strumenti monetari meno liquidi; a ciò si è contrapposto un parziale recupero, negli ultimi mesi, dell'aggregato ristretto M1, rispetto alla crescita nulla toccata in agosto. Si sono registrati andamenti fortemente differenziati per gli strumenti monetari detenuti dai diversi settori: i depositi delle famiglie hanno continuato a espandersi a ritmi elevati; quelli detenuti dalle imprese non finanziarie hanno decelerato marcatamente nel corso dell'anno, riflettendo una diminuzione dei flussi di cassa e confermando la presenza di più difficili condizioni di accesso al credito.

Il credito. – La crescita del credito bancario al settore privato dell'area è notevolmente diminuita nel corso dell'anno e nei primi mesi del 2009, al 3,2 per cento sui dodici mesi in marzo, dall'11,2 del dicembre 2007 (5,0 per cento, dal 12,3, in base ai dati corretti per l'effetto delle cartolarizzazioni; fig. 7.6). Il rallentamento, più graduale nella prima parte dell'anno, si è intensificato con l'aggravarsi della crisi finanziaria. La dinamica di breve periodo ha registrato valori prossimi allo zero nei primi mesi del 2009 (0,6 per cento in marzo, misurata dai tassi di crescita sui tre mesi in ragione d'anno).

La decelerazione del credito alle famiglie (il tasso di crescita è sceso all'1,6 per cento sui dodici mesi in marzo), in atto già dal 2007, ha interessato in misura maggiore la componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni. I prestiti alle imprese, che crescevano a ritmi ancora molto sostenuti nella prima metà del 2008, hanno fortemente decelerato nella seconda parte dell'anno e nei primi mesi del 2009 (al 6,3 per cento in marzo).

La dinamica del credito a imprese e famiglie ha risentito sia di fattori di domanda, in un contesto di forte calo degli investimenti e di un ulteriore indebolimento del mercato immobiliare in diversi paesi dell'area, sia dell'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, in misura più marcata nell'ultima parte dell'anno.

Figura 7.6



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. I dati sono corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

Secondo le risposte fornite dalle banche dell'area partecipanti alla *Bank Lending Survey* condotta dall'Eurosistema, nel corso del 2008 gli intermediari hanno progressivamente irrigidito i criteri per l'erogazione dei prestiti (in particolare quelli destinati alle imprese, soprattutto di maggiori dimensioni). L'inasprimento nella prima parte dell'anno ha determinato principalmente un aumento dei margini d'interesse; successivamente ha interessato anche le quantità erogate e le garanzie volte al contenimento del rischio. Tra le determinanti delle politiche del credito più caute da parte degli intermediari, è cresciuta nel corso dell'anno la rilevanza dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio, in relazione alla posizione patrimoniale delle banche e alla capacità di finanziarsi sul mercato. Con riferimento ai prestiti alle famiglie, le banche hanno segnalato una riduzione del rapporto tra il valore dei mutui erogati e quello delle garanzie. Secondo l'indagine più recente, l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento, sia alle imprese sia alle famiglie, si sarebbe attenuato nel primo trimestre del 2009 e un'ulteriore attenuazione sarebbe prevista per il secondo trimestre.

Nell'area dell'euro il rapporto tra le consistenze dei prestiti e il prodotto interno lordo nominale, depurato dal suo trend di lungo periodo, è diminuito nel corso del 2008, collocandosi nell'ultimo trimestre su valori lievemente negativi. Tale calo è sinora inferiore a quello osservato durante le fasi di forte rallentamento economico e del credito della prima metà degli anni novanta e degli inizi di questo decennio; ciò potrebbe segnalare il rischio che l'aggiustamento dell'offerta di credito non sia ancora pienamente emerso.

Secondo le banche partecipanti alla *Bank Lending Survey*, nel primo trimestre del 2009 l'annuncio di programmi di ricapitalizzazione e concessione di garanzie pubbliche ha contribuito a migliorare le condizioni di provvista e a limitare la restrizione dell'offerta di credito.

La rapida riduzione dei tassi ufficiali si è riflessa rapidamente sui tassi bancari, contribuendo a contenere il servizio del debito per famiglie e imprese. Il costo dei finanziamenti a

breve termine alle imprese, inclusi i prestiti in conto corrente, è diminuito di 200 punti base tra settembre e marzo. Il calo è stato più forte per i nuovi finanziamenti di importo più elevato, concessi verosimilmente alle imprese di maggiori dimensioni. I tassi sui nuovi mutui alle famiglie a tasso variabile sono scesi di 210 punti base; il calo di quelli a tasso fisso è stato inferiore (80 punti base) a causa della riduzione più contenuta dei rendimenti a lungo termine.

Le operazioni di politica monetaria fino all'estate

Prima dell'aggravarsi delle tensioni nell'autunno, la BCE ha fatto fronte al rischio che la crisi finanziaria determinasse un arresto delle transazioni sul mercato interbancario e una crisi di liquidità avvalendosi degli strumenti utilizzati sin dalla sua fondazione. Gli interventi volti a preservare l'ordinato funzionamento del mercato monetario sono stati attuati aumentando i volumi erogati nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e anticipando l'offerta dei fondi all'interno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (tav. 7.1). È stato rinnovato e ampliato il rifinanziamento in dollari attivato nel dicembre 2007. Gli interventi condotti dall'Eurosistema hanno contenuto le tensioni sul segmento a breve termine del mercato interbancario (fig. 7.2).

Tavola 7.1

Indicatori del mercato monetario (dati medi per il periodo indicato)				
VOCI	2007	2008 1° gen.- 14 ott.	2008 15 ott.- 31 dic.	2009 1° gen.- 12 mag.
Operazioni di rifinanziamento principali				
Volumi (1)				
Area dell'euro	263,6	177,2	290,9	228,9
Italia	17,5	8,3	24,3	9,7
Quota Italia (2)	6,6	4,7	8,3	4,2
Differenziale tasso medio ponderato e tasso minimo/fisso (3)				
	10,6	23,2	0	0
Differenziale Eonia (4)				
	9,3	7,7	24,6	57,8
Volatilità del differenziale Eonia (5)				
	12,4	11,6	7,6	19,7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine				
Volumi (6)				
Area dell'euro	183,3	292,3	493,6	487,9
Italia	1,7	5,8	15,4	25,4
Quota Italia (2)	0,9	2,0	3,1	5,2
Operazioni su iniziativa delle controparti (7)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,2	0,8	8,3	1,7
Italia	0,0	0,0	0,3	0,0
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,4	2,3	208,0	126,5
Italia	0,1	0,1	8,0	3,6
Riserve in eccesso (8)				
Area dell'euro	0,47	0,43	0,90	0,49
Italia	0,24	0,22	0,30	0,20

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle Istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) mediante operazioni di rifinanziamento principali; miliardi di euro. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Media giornaliera del differenziale tra il tasso medio ponderato di aggiudicazione e il tasso minimo di offerta; dal 15 ottobre 2008 il differenziale è nullo in quanto vengono condotte solo aste a tasso fisso. – (4) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (5) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo/fisso di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine; miliardi di euro. – (7) Consistenza media giornaliera nei periodi di mantenimento terminanti nell'arco di tempo considerato; miliardi di euro. – (8) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'arco di tempo considerato.

Dall'avvio della crisi finanziaria le condizioni di accesso al mercato interbancario sono mutate significativamente. Un'analisi econometrica, basata su dati della piattaforma elettronica e-MID, ha permesso di studiare le determinanti del differenziale tra i tassi d'interesse interbancari senza e con garanzia in euro. I risultati, ottenuti utilizzando congiuntamente i dati relativi a diverse scadenze, mostrano che il differenziale medio, della durata di circa 35 giorni, è risultato pari a 37 punti base nel periodo da agosto 2007 a settembre 2008, con un aumento di 33 punti base rispetto al periodo antecedente. Gran parte di tale aumento appare riconducibile a fattori di tipo sistemico: una misura di avversione al rischio, ricavata dal mercato azionario, ne spiega oltre tre quarti. A seguito della crisi, le banche con migliore merito di credito, misurato dal rating e dal grado di capitalizzazione, pagano i fondi meno di quelle con peggiore merito di credito (la differenza era trascurabile prima della crisi); inoltre, la convenienza relativa del costo del debito si è modificata a favore delle banche di maggiori dimensioni.

A metà settembre, con il dissesto della banca d'investimento Lehman Brothers e il salvataggio pubblico della compagnia di assicurazioni American International Group (AIG), le tensioni sui mercati finanziari dei principali paesi avanzati si sono bruscamente acuite. Gli scambi sui mercati monetari si sono rapidamente rarefatti, in un contesto di forte aumento dei premi per il rischio di controparte tra le banche (fig. 7.2). È aumentato il rischio che fenomeni di illiquidità potessero rapidamente degenerare in una crisi sistemica.

Le misure non convenzionali

In una fase caratterizzata da un drastico peggioramento del quadro macroeconomico e da un elevato rischio sistemico, tutte le principali banche centrali hanno reagito sia riducendo i tassi ufficiali a valori prossimi allo zero sia intensificando il proprio ruolo di intermediazione sul mercato monetario. La necessità di fornire ulteriori stimoli alle economie in presenza di ridotti margini di manovra sui tassi d'interesse, di stabilizzare i mercati finanziari e di facilitare l'accesso al credito è stata fronteggiata con misure non convenzionali di politica monetaria che hanno determinato un'espansione della dimensione dei bilanci delle banche centrali e un mutamento della loro composizione.

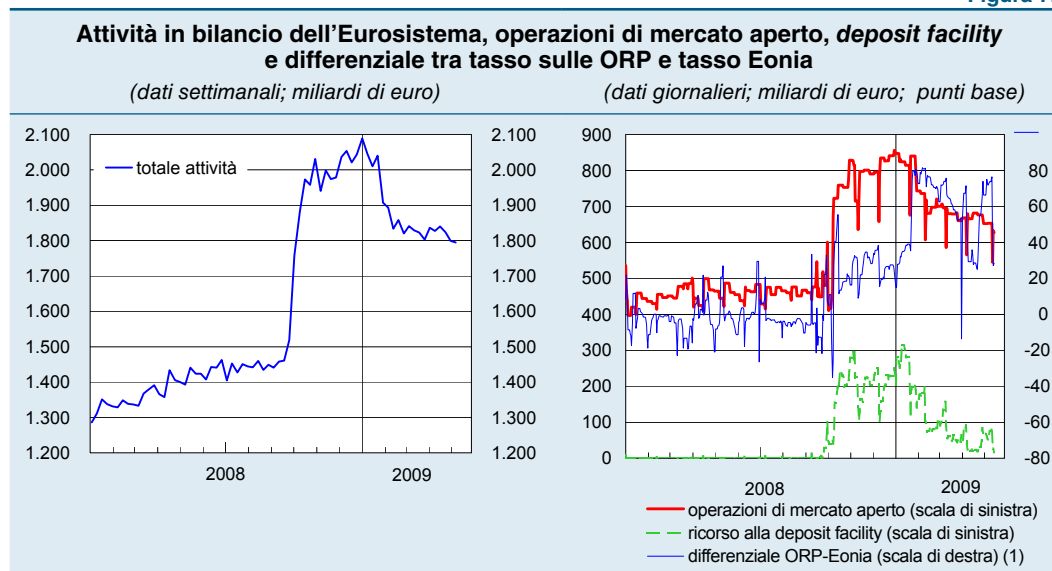
La scelta delle specifiche misure ha riflesso la struttura dei mercati finanziari e il diverso ruolo di banche e mercati nel finanziamento dell'economia. La Riserva federale ha effettuato vari interventi miranti ad assicurare l'erogazione diretta di credito ai prenditori finali; la stessa Riserva federale e la Banca d'Inghilterra hanno varato piani di acquisto di titoli pubblici e privati mediante emissione di moneta (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). L'Eurosistema ha concentrato i suoi interventi sulle banche al fine di garantire per questa via il mantenimento del credito all'economia, in considerazione del ruolo più preminente che le stesse svolgono nell'area dell'euro rispetto alle altre principali economie.

La dimensione del bilancio consolidato delle banche centrali dell'Eurosistema si è ampliata di circa il 60 per cento nel corso del 2008 (l'aumento è in parte rientrato nei primi mesi del 2009; fig. 7.7). Dal lato dell'attivo, tale espansione è principalmente attribuibile all'aumento delle poste relative alle operazioni di rifinanziamento sia a breve termine (ORP) sia a lungo termine; vi hanno contribuito anche i crediti in valuta relativi alle linee di swap con altre banche centrali. L'ampliamento del bilancio è stato ancora più marcato, superiore al 100 per cento, per la Riserva federale e la Banca d'Inghilterra.

L'espansione delle attività nel bilancio ha comportato un aumento dei rischi a carico delle banche centrali, anche per l'inclusione di titoli con minore merito di credito tra le tipologie di garanzia accettate nei finanziamenti al sistema bancario. In prospettiva, il ridimensionamento del bilancio delle banche centrali dipenderà dal ritorno al normale funzionamento dei mercati interbancari. Da parte delle banche centrali occorre quindi prefigurare una exit strategy, da attuare tempestivamente

nel momento in cui le tensioni cominceranno a ridursi. Nel caso delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, l'attenuazione delle tensioni renderà le condizioni di offerta dei fondi meno attraenti per le banche, inducendo automaticamente una restrizione del bilancio, come in parte è già avvenuto nei primi mesi del 2009.

Figura 7.7



Fonte: BCE e bilancio consolidato dell'Eurosistema.

(1) Per il tasso sulle ORP: tasso minimo fino al 14 ottobre 2008, successivamente tasso fisso.

Al fine di sostenere l'accesso al credito da parte delle istituzioni finanziarie e monetarie, in ottobre (cfr. *Bollettino economico*, n. 54, 2008) la BCE ha adottato un regime di aste a tasso fisso con aggiudicazione integrale dell'importo richiesto; tale sistema (che è stato esteso anche al rifinanziamento in valuta) resterà in vigore fino almeno a tutto il 2009. Per agevolare l'effettiva espansione della liquidità erogata, la BCE ha inoltre ampliato la tipologia di garanzie utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento riducendo a BBB- la soglia minima di merito di credito dei titoli ammissibili; per le *asset-backed securities* il rating minimo è stato invece lasciato a A- e da gennaio innalzato a AAA per le nuove emissioni. La decisione, sempre a ottobre, di restringere temporaneamente il corridoio dei tassi delle *standing facilities* attorno al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, da 200 a 100 punti base (fig. 7.1), ha mirato a contenere, nell'immediato, la volatilità del tasso Eonia.

Come conseguenza delle misure introdotte a partire da ottobre, la consistenza media giornaliera di liquidità fornita tramite operazioni di mercato aperto è quasi raddoppiata nell'ultimo trimestre del 2008, a oltre 800 miliardi di euro (fig. 7.7); l'incidenza di quelle a più lungo termine ha registrato un ulteriore lieve aumento. Una quota eccezionalmente elevata della liquidità fornita al sistema (circa 210 miliardi di euro al giorno in media; tav. 7.1) è stata depositata fra ottobre 2008 e gennaio 2009 presso lo stesso Eurosistema (*deposit facility*). Riflettendo l'ampia liquidità, il tasso Eonia si è portato sistematicamente al di sotto del tasso fisso sulle ORP (fig. 7.7). L'ampio ricorso al rifinanziamento e alla *deposit facility* segnala l'elevata incertezza sulle condizioni di provvista, che porta a detenere liquidità a scopo precauzionale.

In dicembre, a fronte di un primo miglioramento delle condizioni nel mercato monetario, la BCE ha reputato opportuno porre in atto decisioni volte a riattivare gli

scambi e ha riportato la dimensione del corridoio dei tassi ufficiali a 200 punti base con decorrenza dal periodo di mantenimento avente inizio a gennaio 2009.

La decisione della BCE di riallargare il corridoio e il progressivo riassorbimento delle tensioni hanno ridotto la domanda di liquidità in asta da parte delle banche e aumentato lievemente gli scambi sul mercato interbancario. Di riflesso si è significativamente ridotto il ricorso alla deposit facility (da 175 miliardi nella media del periodo di mantenimento iniziato a gennaio a circa 43 miliardi in quello iniziato ad aprile 2009) e si è registrato un progressivo riavvicinamento del tasso Eonia a quello sulle ORP (il differenziale medio è passato da 76 punti base nel periodo di mantenimento iniziato in gennaio a 51 punti base in quello iniziato in aprile).

L'ampiezza del corridoio è stata riportata a 150 punti base nella riunione di inizio maggio, in concomitanza con la riduzione all'1,0 per cento del tasso sulle ORP. Nella stessa riunione, il Consiglio direttivo ha deciso che a partire da giugno l'Eurosistema porrà in atto anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con durata pari a dodici mesi. Ha inoltre annunciato che verranno effettuati acquisti di *covered bonds* in euro emessi nell'area e che i dettagli relativi a quest'ultima misura verranno comunicati in occasione della riunione di inizio giugno. Questi interventi hanno lo scopo di contribuire ulteriormente ad alleviare le condizioni di offerta del credito bancario e fornire ulteriore stimolo all'economia.

Alle misure sinora adottate ha fatto seguito un miglioramento delle condizioni sul mercato interbancario. Gli spread sono diminuiti, tornando in maggio al di sotto del livello precedente il dissesto di Lehman Brothers; le transazioni hanno progressivamente recuperato e la preferenza per la liquidità è gradualmente diminuita.

L'ECONOMIA ITALIANA

8. LA DOMANDA, L'OFFERTA E I PREZZI

Nel 2008 l'attività economica in Italia si è contratta; il PIL, misurato in termini reali, ha mostrato dalla primavera una dinamica negativa d'intensità crescente, diminuendo in media d'anno dell'1,0 per cento. L'attuale fase recessiva si profila come la più profonda tra quelle registrate nel dopoguerra.

L'inflazione al consumo è salita fino al 4,1 per cento in luglio, il livello massimo dall'avvio dell'unione monetaria, per poi calare rapidamente fino a circa il 2 per cento in dicembre, risentendo delle eccezionali oscillazioni dei prezzi dei beni alimentari ed energetici. In media d'anno si è attestata al 3,3 per cento, contro l'1,8 del 2007.

La natura globale della recessione ha avuto ripercussioni particolarmente pesanti in quei paesi, come l'Italia, la Germania e il Giappone, in cui è maggiore il peso delle esportazioni sulla domanda aggregata. La brusca e consistente riduzione delle vendite all'estero dell'Italia ha aggravato le difficoltà dell'industria, emerse dapprima in alcuni settori e poi estese alla quasi totalità dei comparti manifatturieri.

Il vuoto lasciato dalla domanda estera non è stato colmato da quella interna, le cui componenti sono da anni caratterizzate da dinamiche lente.

Gli investimenti fissi lordi sono stati colpiti dall'ampliamento dei margini inutilizzati della capacità produttiva, che hanno raggiunto i massimi storici, e dal pessimismo delle imprese sull'evoluzione dell'economia mondiale. La caduta dell'accumulazione è stata netta per i beni strumentali, anche a seguito della diffusa incertezza generata dall'acuirsi della crisi finanziaria nell'ultima parte dell'anno. Sono diminuiti gli investimenti in costruzioni, frenati dall'interruzione del prolungato ciclo espansivo del comparto residenziale.

Si è accentuata la debolezza dei consumi. Alla contrazione della spesa in beni durevoli, tipica di tutte le crisi profonde, si è affiancata quella nei non durevoli. Ha inciso la prosecuzione del ristagno quindicennale del potere d'acquisto delle famiglie: nel 2008 l'incremento dei redditi nominali è stato eroso dal rialzo dell'inflazione. Nei mesi finali dell'anno, le crescenti preoccupazioni sulle prospettive economiche personali e soprattutto sull'evoluzione del mercato del lavoro hanno indebolito la fiducia dei consumatori, rafforzando i motivi precauzionali di risparmio.

Nel primo trimestre del 2009 il quadro economico è ulteriormente peggiorato; il PIL è diminuito del 2,4 per cento rispetto al periodo precedente, il calo più marcato dall'inizio della serie storica nel 1970. Come nel resto dell'area, nelle settimane più recenti alcuni indicatori, soprattutto di natura qualitativa, suggeriscono un'attenuazione del deterioramento della fase recessiva, con segnali di rallentamento della caduta dell'attività manifatturiera.

Dall'inizio dell'anno l'inflazione ha proseguito la discesa, continuando a risentire dell'andamento delle componenti energetiche e alimentari. Si è attestata all'1,2 per cento nel mese di aprile, il livello minimo degli ultimi 40 anni. Le attese degli operatori non prefigurano l'avvio di una fase deflazionistica; alla luce dell'incertezza sulla durata della recessione, permangono tuttavia rischi che le riduzioni di prezzo si estendano anche alle componenti meno volatili dell'indice.

I consumi delle famiglie

Nel 2008 i consumi delle famiglie italiane si sono ridotti dello 0,9 per cento in termini reali (tav. 8.1; dell'1,0 se si esclude la spesa all'estero delle famiglie residenti e si include quella in Italia da parte dei non residenti), segnando, come accade dalla fine degli anni novanta, una dinamica inferiore a quella della restante parte dell'area dell'euro. In termini pro capite, i consumi sono scesi al livello iniziale del decennio in corso.

Tavola 8.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2008 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2007		2008		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenate)	Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenate)
		Variazioni percentuali		Variazioni percentuali			
		Quantità a prezzi concatenate	Deflatori	Quantità a prezzi concatenate	Deflatori		
Risorse							
PIL	–	1,6	2,4	–	-1,0	2,8	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	28,2	3,8	2,6	-1,1	-4,5	6,9	1,3
di cui: <i>beni</i>	22,4	2,4	3,1	-0,6	-5,4	8,1	1,3
Impieghi							
Domanda nazionale	100,0	1,3	2,0	1,4	-1,3	3,4	-1,3
Spesa delle famiglie residenti	58,5	1,2	2,2	0,7	-0,9	3,2	-0,5
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	20,4	1,0	0,7	0,2	0,6	3,8	0,1
Investimenti fissi lordi	20,8	2,0	2,5	0,4	-3,0	3,2	-0,6
<i>macchine, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	9,1	3,1	1,6	0,3	-4,2	2,9	-0,4
<i>beni immateriali</i>	0,9	3,9	0,9	..	..	2,2	..
<i>costruzioni</i>	10,8	1,0	3,5	0,1	-1,8	3,6	-0,2
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	–	–	–	..	–	–	-0,3
Esportazioni di beni fob e servizi (3)	28,2	4,6	4,0	1,3	-3,7	5,0	-1,1
di cui: <i>beni</i>	23,0	4,9	4,7	1,1	-3,7	5,3	-0,9
Domanda estera netta	–	–	–	0,2	–	–	0,3

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

A fronte del grave deterioramento del quadro economico generale e delle crescenti incertezze sulle prospettive di reddito a medio termine, le famiglie hanno nettamente ridotto gli acquisti di beni durevoli (-7,3 per cento; tav. 8.2), soprattutto di mezzi di trasporto (-15,1 per cento) e di elettrodomestici (-7,1 per cento). La spesa per prodotti ad alto contenuto tecnologico, in particolare nella telefonia, ha invece mantenuto un ritmo elevato (6,8 per cento), a conferma dello spostamento delle preferenze dei consumatori verso questo settore negli ultimi anni (l'incremento è stato di poco inferiore al 12 per cento in media d'anno dal 1995).

Tavola 8.2

Spesa delle famiglie italiane					
<i>(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)</i>					
VOCI	Peso % nel 2008 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2005	2006	2007	2008
Beni non durevoli	29,6	0,6	0,4	-1,4	-1,3
di cui: <i>alimentari e bevande</i>	14,3	2,2	1,9	-0,7	-2,3
Beni semidurevoli	10,8	0,4	0,4	1,0	-1,2
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	7,7	-0,3	0,4	0,9	-1,9
Servizi	50,4	1,0	2,0	2,4	0,4
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	10,1	0,7	3,1	2,3	-0,5
<i>comunicazioni</i>	2,1	2,7	3,9	8,9	-0,4
<i>servizi ricreativi e culturali</i>	2,7	-6,4	4,6	6,6	3,0
<i>servizi ambulatoriali e ospedalieri</i>	1,6	1,3	0,2	0,1	-0,8
Beni durevoli	9,3	2,5	2,6	2,4	-7,3
di cui: <i>mobili e articoli di arredamento</i>	2,9	-0,7	0,1	-0,2	-2,4
<i>elettrodomestici, inclusi accessori e riparazioni</i>	0,9	0,3	-0,4	1,4	-7,1
<i>articoli audiovisivi, fotografici, computer e accessori, apparecchiature per la telefonia</i>	1,6	14,1	14,3	6,1	6,8
<i>mezzi di trasporto</i>	3,4	1,1	1,9	5,0	-15,1
Totale spesa interna	100,0	1,0	1,4	1,1	-1,0
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	3,9	-0,5	7,3	2,8
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	-2,6	4,6	0,8	-2,6
Totale spesa nazionale	-	1,1	1,2	1,2	-0,9
<i>Per memoria:</i>					
Deflatore della spesa nazionale	-	2,3	2,7	2,2	3,2

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 2008 rispettivamente all'1,7 e al 3,4 per cento.

Da febbraio del 2009 sono in vigore misure temporanee di sostegno ad alcuni comparti industriali in crisi, come quelli produttori di autoveicoli e motocicli, mobili ed elettrodomestici, che rappresentano poco meno del 5 per cento del PIL e dell'8 del valore aggiunto della manifattura (cfr. il capitolo 10: La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali). Nel settore automobilistico i nuovi incentivi all'acquisto di vetture meno inquinanti modificano in termini più convenienti le agevolazioni già in vigore nel biennio precedente; essi hanno contribuito in modo determinante all'aumento delle immatricolazioni e degli ordini di autovetture nel trimestre febbraio-aprile, complessivamente pari a circa il 17 e il 64 per cento rispetto ai livelli, comunque assai depressi, di gennaio. Nel confronto con l'esperienza del 1997, quando furono introdotti i primi incentivi alla rottamazione, le misure attuali dovrebbero tuttavia avere un impatto più limitato, in quanto l'insieme dei nuovi modelli ora ammessi all'incentivo rappresenta solo poco più di un quinto dell'offerta totale e riduzioni aggiuntive dei listini sono facoltative, secondo la convenienza dei concessionari, mentre in passato erano obbligatorie ai fini dell'erogazione delle agevolazioni.

Gli acquisti di beni non durevoli sono ancora diminuiti (-1,3 per cento). La contrazione dei consumi alimentari (-2,3 per cento) si è inasprita nella parte finale dell'anno, nonostante il rapido rientro delle tensioni sui prezzi delle materie prime (cfr. il paragrafo: *I prezzi e i costi*). Il dato potrebbe riflettere il brusco impatto della crisi sulle famiglie a basso reddito, caratterizzate da un'alta propensione al consumo di queste categorie di prodotti.

Anche i consumi di beni semidurevoli sono calati (-1,2 per cento), mentre quelli di servizi sono cresciuti solo dello 0,4 per cento: la riduzione della spesa per trasporti e comunicazioni e per servizi alberghieri e assicurativi è stata compensata dall'aumento di quella per le attività ricreative e per i servizi finanziari e abitativi.

La flessione dei consumi nell'anno riflette quella del reddito disponibile in termini reali, la cui debolezza perdura peraltro ormai da un quindicennio e influenza, verosimilmente in modo permanente, le percezioni delle famiglie. L'incremento nominale del reddito nel 2008 (2,7 per cento; tav. 8.3) è stato completamente eroso dalle forti tensioni al rialzo dei prezzi, protrattesi fino all'estate: nella media dell'anno, il potere d'acquisto delle famiglie è diminuito di mezzo punto percentuale. La contrazione è ancora maggiore se si considerano gli effetti dell'aumento dell'inflazione attesa sul valore reale delle attività finanziarie.

Il principale sostegno al reddito nominale è giunto dal monte retributivo, cresciuto come nell'anno precedente del 3,7 per cento. Dato il rallentamento delle unità standard di lavoro dipendente (allo 0,5 per cento), l'incremento è derivato quasi interamente dall'accelerazione dei redditi unitari, anche per effetto di importanti rinnovi contrattuali siglati all'inizio del 2008. I redditi da lavoro autonomo hanno invece ristagnato, essenzialmente a causa dell'ulteriore calo delle unità standard (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*).

La dinamica dei redditi netti da proprietà si è dimezzata, risentendo, in un contesto di marcato peggioramento del ciclo economico, della pronunciata riduzione dei dividendi e degli altri utili distribuiti dalle società (-4,1 per cento, contro un aumento del 6,0 nel 2007). Gli interessi netti affluiti alle famiglie sono cresciuti del 9,6 per cento (7,3 nel 2007). All'incremento di quelli attivi si è affiancato il deciso rallentamento degli interessi passivi, seguito alla brusca frenata dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

Pur in sensibile decelerazione, le imposte sul reddito e sul patrimonio hanno mantenuto una dinamica sostenuta; la loro incidenza sul reddito delle famiglie è ulteriormente aumentata. Insieme ai contributi sociali hanno sottratto 1,9 punti percentuali alla crescita del reddito disponibile a prezzi correnti, solo parzialmente compensati (per 1,4 punti) dalla lieve accelerazione delle prestazioni sociali (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

La netta flessione dei prezzi delle attività finanziarie e il rallentamento di quelli immobiliari hanno vanificato il sostegno che nell'ultimo decennio era giunto ai consumi dai cospicui guadagni in conto capitale. Alla fine del 2008 la ricchezza delle famiglie ammontava a circa otto volte il reddito disponibile lordo (era nell'ordine dell'8,3 nel 2007).

Il più marcato indebolimento dei consumi rispetto al reddito si è riflesso nell'aumento del saggio di risparmio, per quattro decimi di punto, all'11,9 per cento (9,2 se misurato con riferimento al reddito corretto per l'erosione monetaria attesa). Come già avvenuto nel biennio 2001-02, l'incremento interrompe una tendenza al ribasso più che ventennale (il saggio era intorno al 28 per cento alla metà degli anni ottanta).

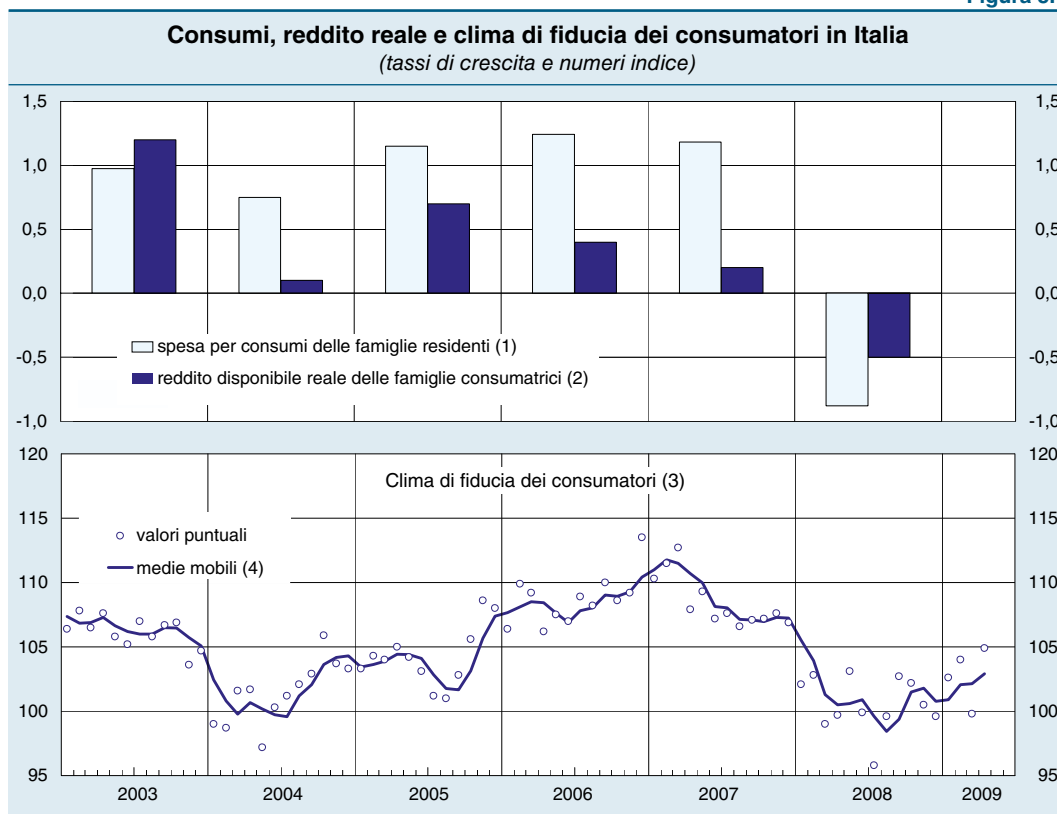
Tavola 8.3

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponi- bile delle famiglie nel 2008	2006	2007	2008
<i>Variazioni percentuali</i>				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	42,1	5,6	3,7	3,7
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	–	2,7	2,2	3,2
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	0,9	..	..
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	–	1,9	1,5	0,5
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	21,1	1,4	0,4	..
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	–	1,0	2,1	2,4
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	-0,2	-1,3	-0,9
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	–	0,7	-0,4	-1,5
Redditi netti da proprietà (3)	26,9	4,8	6,1	3,1
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	28,0	3,7	4,5	4,6
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	–	4,5	4,5	4,9
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (–)	18,1	8,9	7,3	5,0
Reddito lordo disponibile delle famiglie (4)	100,0	3,4	3,2	2,7
in termini reali (5)	–	0,7	0,9	-0,5
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (5) (6)	–	1,3	0,3	-0,7
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (5) (7)	–	0,8	0,6	..
Reddito lordo disponibile del settore privato	–	1,5	2,9	1,8
in termini reali (5)	–	-1,2	0,6	-1,4
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (5) (6)	–	-0,9	0,3	-1,4
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (5) (7)	–	-1,3	0,6	-0,8
<i>Rapporti percentuali</i>				
Propensione media al risparmio delle famiglie (4) (8)	–	11,7	11,5	11,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	9,8	9,0	9,2
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	9,3	8,8	9,6
Propensione media al risparmio del settore privato (8)	–	23,6	23,1	22,8
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	24,1	23,7	23,3
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	24,2	23,7	23,2

Fonte: elaborazioni e stime su dati ISTAT e Banca d'Italia.
(1) Contributo in punti percentuali degli oneri sociali alla variazione dei redditi netti; valori negativi corrispondono ad aumenti dell'incidenza degli oneri. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (essenzialmente affitti imputati), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) 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*). – (7) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate *ex post*. – (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.

La maggiore propensione a risparmiare delle famiglie ha riflesso accresciuti motivi precauzionali, rafforzatisi dallo scorso autunno, soprattutto in seguito alle diffuse preoccupazioni sulle prospettive del mercato del lavoro. Secondo le inchieste dell'ISAE, nei primi mesi del 2009 la quota di famiglie che si attende a breve termine un aumento del tasso di disoccupazione è salita fino all'80 per cento, più del doppio rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Ne ha risentito la fiducia, il cui indice si è attestato su livelli assai modesti, anche se ancora superiori a quelli rilevati nelle altre principali recessioni del dopoguerra (fig. 8.1).

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.

Nel complesso del settore privato (famiglie e imprese) la propensione al risparmio è invece scesa moderatamente, al 22,8 per cento (23,1 nel 2007; tav. 8.3), riflettendo i risultati di bilancio poco favorevoli delle imprese; il calo è più marcato se riferito all'intera economia (dal 20,3 al 18,7 per cento in rapporto al reddito nazionale; tav. 8.4), in conseguenza di un sensibile indebolimento nella formazione del risparmio delle Amministrazioni pubbliche.

Tavola 8.4

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

VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 1999-2008	2005	2006	2007	2008
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	-0,6	1,4	2,3	0,8
Risparmio del settore privato	28,7	24,5	19,6	20,4	18,4	18,0	17,8
di cui: <i>famiglie consumatrici</i>	21,0	13,7	8,3	8,3	7,9	7,7	8,1
Risparmio nazionale lordo	22,1	21,2	20,4	19,7	19,9	20,3	18,7
Investimenti lordi	23,0	20,3	21,2	20,9	21,9	22,1	21,7
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-0,9	-1,2	-2,0	-1,8	-3,1

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT.

Gli investimenti

In un contesto di forte incertezza sugli effetti reali della crisi e di sempre più diffusa sfiducia sulle capacità dell'economia internazionale di riprendere in tempi brevi un robusto sentiero di crescita, gli investimenti fissi lordi hanno subito nel 2008 una flessione del 3,0 per cento (tav. 8.5), che ha coinvolto tutte le principali componenti, in misura più marcata i beni strumentali. La dinamica nel corso dell'anno è apparsa in rapido deterioramento, culminando, nell'ultimo trimestre, in un calo eccezionale del 6,9 per cento rispetto al periodo precedente. Nel complesso del 2008 la propensione a investire, misurata in rapporto al PIL, si è ridotta di quattro decimi di punto, al 21,0 per cento, rimanendo comunque in linea con quella media registrata dall'avvio del decennio. Tenendo conto del minore accumulo di scorte di magazzino (che nei conti nazionali includono gli oggetti di valore e le discrepanze statistiche fra domanda e offerta), la contrazione degli investimenti lordi è stata del 4,2 per cento.

Tavola 8.5

Investimenti fissi in Italia						
<i>(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)</i>						
VOCI	Peso % nel 2008 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2006	2007	2008	2000	2008
Costruzioni	52,0	1,0	1,0	-1,8	9,3	10,8
abitazioni	21,8	3,8	1,4	0,4	3,8	4,5
altre costruzioni	25,4	-1,7	0,9	-2,4	4,7	5,3
costi per trasferimento di proprietà	4,7	4,0	0,4	-7,3	0,8	1,0
Macchine e attrezzature	33,9	5,6	3,5	-5,3	7,6	7,1
Mezzi di trasporto	9,9	3,2	1,2	-2,1	2,3	2,1
Beni immateriali	4,2	4,9	3,9	..	0,9	0,9
Totale investimenti fissi lordi	100,0	2,9	2,0	-3,0	20,1	20,8
Totale escluse le abitazioni	–	2,7	2,2	-3,8	16,4	16,3
Totale escluse le costruzioni	–	5,0	3,1	-4,2	10,8	10,0
Totale investimenti fissi netti (2)	–	5,4	2,1	-15,8	5,6	4,7

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.

L'andamento degli investimenti fissi lordi ripercorre finora il profilo flettente che ha caratterizzato le altre principali recessioni del dopoguerra: graduale nelle costruzioni, soprattutto residenziali, più rapido negli altri beni. Per entrambe le componenti la contrazione attuale è tuttavia ancora contenuta rispetto ai cali cumulati nella crisi petrolifera della metà degli anni settanta e in quella valutaria dei primi anni novanta, a loro volta decisamente meno profondi di quelli segnati nella recessione iniziata alla fine degli anni venti.

La forte riduzione dell'attività, il rapido ampliamento dei margini inutilizzati della capacità produttiva, che hanno raggiunto i livelli più alti dall'avvio della serie storica nel 1981, il pronunciato pessimismo nelle aspettative sull'andamento della domanda interna ed estera hanno frenato la spesa in macchinari, attrezzature, mezzi di trasporto

e beni immateriali, diminuita del 4,2 per cento. Sul dato annuale ha inciso soprattutto la flessione dell'ultimo trimestre (-8,9 per cento rispetto al periodo precedente), che ha fatto seguito alla diffusa incertezza sulle prospettive internazionali, acuitasi dopo il dissesto della banca Lehman Brothers, nonché alle crescenti difficoltà di finanziamento connesse alla situazione dei mercati finanziari (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

La contrazione degli investimenti in costruzioni (-1,8 per cento) si è concentrata nella componente non residenziale (-2,4 per cento). In corso d'anno si è interrotta la lunga espansione immobiliare: l'accumulazione di fabbricati residenziali, stagnante nel complesso del 2008, è calata bruscamente nell'ultimo trimestre (-4,9 per cento rispetto al periodo precedente). La debolezza del settore è confermata dall'andamento delle compravendite di abitazioni che, dopo il picco storico toccato nel 2006, si sono ridotte per il secondo anno consecutivo (-15,1 per cento; -4,6 nel 2007). Hanno plausibilmente inciso il graduale irrigidimento delle condizioni di accesso ai mutui ipotecari e il peggioramento del quadro economico generale e dei bilanci familiari.

La diminuzione delle compravendite si è riflessa nella progressiva decelerazione dei prezzi delle abitazioni, che nel complesso del 2008 hanno tuttavia continuato a crescere. Secondo le rilevazioni dell'Agenzia del Territorio l'incremento è stato pari al 3,1 per cento in termini nominali, inferiore di circa un punto rispetto a quanto calcolato utilizzando l'indicatore della Banca d'Italia, basato su dati de Il Consulente Immobiliare. La divergenza tra le due fonti, in media trascurabile nel triennio precedente, è probabilmente un segnale della maggiore incertezza nella misurazione delle quotazioni residenziali quando il mercato tende a contrarsi. Entrambi gli indicatori concordano, invece, sull'acuirsi del rallentamento in corso d'anno.

Prime indicazioni di una diminuzione dei prezzi dalla fine del 2008, associata a maggiori sconti rispetto alle richieste iniziali dei proprietari e all'allungamento dei tempi di vendita, sono giunte da una nuova indagine trimestrale condotta congiuntamente dalla Banca d'Italia e da Tecnoborsa presso un campione rappresentativo di agenti immobiliari. Il quadro si conferma sfavorevole per il primo trimestre di quest'anno, nonostante l'attenuazione della tendenza al ribasso dei prezzi e i segnali di stabilizzazione del numero di incarichi a vendere ancora da evadere; attese di miglioramento prevalgono per un orizzonte di due anni. Il questionario dell'inchiesta è composto da domande prevalentemente qualitative, riguardanti l'andamento dell'attività di compravendita, la dinamica dei prezzi e le prospettive a breve termine del comparto; i risultati del primo sondaggio sono stati pubblicati lo scorso marzo nella collana dei Supplementi al Bollettino Statistico della Banca d'Italia.

In mancanza di informazioni statistiche ufficiali per gli investimenti in opere pubbliche, i risultati di un'indagine condotta presso un campione di 476 imprese edili tra i mesi di marzo e aprile di quest'anno dalle Filiali della Banca d'Italia indicano, per la media del 2008, la prosecuzione della flessione in atto dalla metà del decennio (-1,8 per cento in termini reali). Emergono attese che la tendenza si aggravi sensibilmente nel 2009.

Secondo un'altra indagine realizzata nello stesso periodo dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione di 3.952 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari, nel 2008 il calo degli investimenti fissi lordi in termini reali si è essenzialmente concentrato nel terziario (tav. 8.6). Nel complesso dell'industria l'accumulazione è cresciuta lievemente, sostenuta dalle imprese con almeno 200 addetti (nonostante il ridimensionamento dei piani iniziali), a fronte delle contrazioni rilevate in quelle di minori dimensioni.

Le previsioni per il 2009 sono improntate a un forte pessimismo. La flessione pianificata degli investimenti ha dimensioni eccezionali per l'industria in senso

stretto (-18,2 per cento, con punte prossime a -28 per le aziende manifatturiere più piccole e a -24 per quelle con una maggiore apertura al commercio estero; cfr. nell'Appendice la tav. a8.5); è assai più contenuta nel settore dei servizi (-4,5 per cento).

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 2008, salvo diversa indicazione) (1)									
VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	Alto	Basso	Alta	Bassa
Industria in senso stretto									
di cui: <i>manifattura</i>									
Consuntivo per il 2008	0,1	-1,6	-5,5	4,2	4,4	..	1,4	1,1	-1,4
Tasso di realizzo (4)	93,3	98,8	94,3	96,3	87,4	90,4	93,3	94,0	92,1
Programmi per il 2009	-21,2	-27,7	-21,4	-22,2	-15,7	-15,5	-23,1	-17,4	-27,1
Consuntivo per il 2008	0,4	-1,3	-4,5	3,0	3,0	1,2	0,5	1,2	-1,3
Tasso di realizzo (4)	94,2	98,9	94,4	96,3	91,2	92,7	93,7	95,2	92,2
Programmi per il 2009	-18,2	-25,7	-20,8	-18,1	-13,3	-12,6	-20,5	-14,5	-26,0
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2008	-3,5	2,1	-4,0	1,5	-5,8	....	....	0,3	-8,5
Programmi per il 2009	-4,5	-15,4	-8,3	-10,5	3,1	....	....	-3,0	-7,0
Totale									
Consuntivo per il 2008	-1,5	0,1	-4,3	2,5	-1,9	1,2	0,5	0,8	-5,4
Programmi per il 2009	-11,7	-21,0	-14,4	-15,5	-5,0	-12,6	-20,5	-9,3	-16,2

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. 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 2008. – (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 2007 per il 2008. – (5) Servizi privati non finanziari.

L'indagine campionaria di quest'anno ha incluso domande specificamente volte ad analizzare l'impatto della recessione in corso. Ne emerge un quadro dominato dalle difficoltà delle imprese industriali a fronteggiare il calo della domanda, in particolare di origine estera. Nei servizi la situazione appare meno grave, anche se le attese sul 2009 suggeriscono un diffuso pessimismo.

I due terzi delle aziende dichiara di avere risentito significativamente della recessione, in larga maggioranza in misura più grave rispetto alle crisi passate. Gli effetti avrebbero iniziato a manifestarsi dalla scorsa estate, con una riduzione del fatturato nominale del 20 per cento circa nella media dell'industria (del 14 nei servizi; tav. 8.7). Le attese rilevate non indicano una rapida uscita dalla fase recessiva.

Oltre al brusco calo della domanda, tra le imprese colpite, molte hanno dovuto fronteggiare problemi nella gestione dei pagamenti dai clienti, giudicati gravi dal 64,0 per cento di esse. La difficoltà di reperire fondi liquidi è risultata importante per circa il 22 per cento.

Per far fronte alla crisi le aziende hanno contenuto i costi, sfruttando i margini di flessibilità offerti dal mercato del lavoro e adottando politiche di riduzione delle spese. Tali strategie accomunano oltre l'80 per cento delle imprese. Per l'industria risultano importanti anche la contrazione dei margini di profitto, la diversificazione dei mercati e il miglioramento della gamma dei prodotti.

Tavola 8.7

Diffusione e gravità della crisi												
VOCI	Totale	Numero di addetti				Quota di fatturato esportata				Variazione prevista per il 2009 (5)		
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	0	0-1/3	1/3-2/3	Oltre 2/3	del fatturato	degli occupati	
Industria in senso stretto											-9,7	-4,7
Quota di imprese che risentono della crisi (1)	69,8	69,9	70,6	64,6	64,2	65,8	68,6	73,7	71,7			
Intensità del calo della domanda (2)	79,6	79,0	80,1	84,9	85,5	73,9	77,6	83,2	85,1			
Variazione del fatturato dall'inizio della crisi (3)	-19,6	-21,0	-20,9	-13,6	-21,2	-9,9	-18,7	-19,9	-25,4			
Servizi (4)											-5,6	-2,7
Quota di imprese che risentono della crisi (1)	58,6	63,6	49,1	43,9	43,0	59,9	53,8	..	..	
Intensità del calo della domanda (2)	60,3	61,1	58,7	56,2	53,0	54,6	67,1	..	..	
Variazione del fatturato dall'inizio della crisi (3)	-14,3	-13,4	-18,8	-12,9	-10,9	-13,3	-15,0	..	..	
Totale											-7,8	-3,9
Quota di imprese che risentono della crisi (1)	64,8	67,1	61,2	54,5	53,0	61,6	63,3	70,5	72,8			
Intensità del calo della domanda (2)	71,8	71,4	72,7	73,7	72,1	60,4	74,4	83,3	82,1			
Variazione del fatturato dall'inizio della crisi (3)	-17,3	-16,7	-20,0	-13,4	-17,2	-12,5	-16,8	-19,5	-24,4			

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La domanda prevedeva quattro modalità di risposta: "per nulla", "poco", "abbastanza" o "molto". Le percentuali si riferiscono alle imprese che hanno risposto secondo le ultime due modalità, segnalando di aver risentito significativamente della crisi. – (2) Quota delle imprese che hanno giudicato la diminuzione della propria domanda "forte" o "molto forte" (le altre possibili modalità erano "trascurabile" e "modesta") fra quante hanno risentito significativamente della crisi, cfr. nota (1). – (3) Riferito alle sole imprese che hanno risentito significativamente della crisi, cfr. nota (1); dati pesati con il fatturato nel 2008 delle imprese. – (4) Servizi privati non finanziari. Per quote di fatturato esportato superiori a 1/3 la numerosità campionaria non consente di ottenere stime significative. – (5) Riferito alle sole imprese che hanno risentito significativamente della crisi, cfr. nota (1). Per il fatturato: medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) della distribuzione delle variazioni annue del fatturato.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Il netto rallentamento del commercio internazionale si è riflesso nella diminuzione delle esportazioni, sottraendo all'economia italiana un importante sostegno alla crescita. La contrazione, pari al 3,7 per cento in termini reali in media d'anno, si è acuita nell'ultimo trimestre (-7,4 per cento sul periodo precedente), trascinata soprattutto dalla componente dei beni (-8,4 per cento; -3,7 nel complesso del 2008).

Il carattere globale della crisi e il conseguente andamento delle esportazioni italiane sono, nel confronto storico, la più evidente peculiarità di questa fase congiunturale. Nei principali episodi di recessione del dopoguerra le nostre vendite all'estero si erano mosse in controtendenza, espandendosi decisamente e contribuendo alla ripresa dell'economia (favorite dalla veloce e robusta accelerazione del commercio mondiale nel 1974; dalla svalutazione del cambio nel 1992); attualmente sono invece in decisa flessione, con un profilo più simile a quello rilevato negli anni trenta del secolo scorso.

L'andamento delle esportazioni italiane, sensibilmente peggiore in termini di quantità rispetto a quanto registrato negli altri principali paesi dell'area dell'euro, è più in linea con i nostri partner europei se espresso in valore (+1,2 per cento). L'ampio divario fra le due misure è il risultato statistico della sostenuta dinamica del deflatore, aumentato del 5,0 per cento nel 2008, rispettivamente oltre 4 e 2 punti più che in Germania e in Francia.

Il differenziale di crescita del deflatore italiano rispetto a quello tedesco e al francese sale, rispettivamente, a 14 e a 9 punti se calcolato dal 2005, come riflesso della dinamica dei sottostanti valori medi unitari, le cui difficoltà di misurazione ne hanno già indotto ampie revisioni al ribasso negli anni recenti. Il quadro appare più in linea con quello degli altri principali paesi dell'area dell'euro sulla base del nuovo indice dei prezzi alla produzione dei beni industriali venduti sul mercato estero, recentemente pubblicato dall'Istat: nello stesso arco temporale esso è risultato superiore di soli due punti percentuali rispetto a quelli di Germania e Francia (cfr il riquadro: I problemi statistici nella rappresentazione del commercio con l'estero dell'Italia, in Bollettino economico, n. 53, 2008). Ne discende che, qualora il valore delle esportazioni italiane di beni venisse deflazionato con questo indice, la flessione delle quantità vendute all'estero, pur grave, si ridimensionerebbe, presumibilmente attenuando il freno esercitato sulla dinamica del PIL e mostrando un profilo nella sostanza non difforme da quello delle altre maggiori economie dell'area.

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					
	2007			2008			2007			2008		
	Comp. % valori	Variatz. % VMU	Variatz. % quant.	Comp. % valori	Variatz. % VMU	Variatz. % quant.	Comp. % valori	Variatz. % VMU	Variatz. % quant.	Comp. % valori	Variatz. % VMU	Variatz. % quant.
Paesi UE-27	60,9	4,8	4,6	58,9	4,8	-6,3	57,7	3,8	3,1	54,6	2,5	-5,6
di cui: Area												
dell'euro a 15	45,5	4,7	4,3	43,9	5,2	-7,1	46,4	3,5	3,1	43,7	2,4	-6,0
di cui: Francia	11,5	4,5	3,1	11,3	4,9	-5,1	9,1	3,5	1,2	8,6	3,8	-6,5
Germania	13,0	4,7	3,0	12,9	3,6	-2,9	17,1	2,6	5,8	16,1	1,4	-4,6
Spagna	7,5	4,7	7,5	6,6	7,4	-17,1	4,3	5,8	3,7	4,0	1,4	-7,9
Regno Unito	5,8	4,5	1,1	5,3	2,2	-9,6	3,4	5,6	-5,1	3,0	2,6	-9,5
Paesi extra UE-27	39,1	4,8	5,5	41,1	6,9	-0,3	42,3	2,1	3,5	45,4	16,1	-5,5
di cui: Cina	1,7	5,7	4,9	1,7	4,2	-1,3	5,8	3,6	16,8	6,2	6,7	2,0
EDA (3)	2,7	4,7	-1,4	2,7	3,1	-1,7	2,3	4,3	-5,9	2,1	1,5	-8,1
Giappone	1,2	5,1	-8,6	1,2	5,2	-6,2	1,4	1,3	-3,0	1,3	1,0	-7,0
Russia	2,6	5,7	18,5	2,8	5,9	3,7	3,9	-1,1	8,8	4,2	30,4	-15,3
Stati Uniti	6,6	1,4	-2,6	6,2	6,4	-10,6	2,9	3,6	-1,6	3,1	5,7	2,7
Totale	100,0	4,8	5,0	100,0	5,7	-4,0	100,0	3,0	3,3	100,0	9,0	-6,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) 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 2008 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, nel 2008 la diminuzione delle esportazioni di beni in volume (-4,0 per cento; tav. 8.8) è derivata quasi interamente da quella delle vendite nei paesi dell'Unione europea, che rappresentano circa il 60 per cento del totale. Con la sola eccezione del comparto alimentare, la contrazione ha riguardato tutti i settori della manifattura, in particolare quelli del "made in Italy" (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, mobili e prodotti in legno) e della meccanica, che ha risentito

della riduzione della domanda per beni di investimento (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

La quota delle esportazioni italiane sui mercati mondiali è scesa, a prezzi correnti, al 3,4 per cento (dal 3,6 del 2007), a seguito di una dinamica delle vendite all'estero più debole rispetto a quella della domanda mondiale. Vi ha in parte contribuito il mancato recupero, come negli altri principali paesi dell'area, della forte perdita di competitività cumulata dall'avvio del decennio in corso (fig. 5.1).

Le importazioni. – Nel 2008 le importazioni sono diminuite, sulla base dei conti nazionali, del 4,5 per cento in termini reali (-5,4 per cento per i beni; -0,8 per i servizi).

Secondo gli indici di commercio, gli acquisti all'estero di beni in volume si sono ridotti del 6,2 per cento; vi ha inciso soprattutto la diminuzione degli investimenti che, insieme alle esportazioni, costituiscono le componenti di domanda a maggior contenuto di beni importati. Fra le principali categorie merceologiche, il calo più marcato ha riguardato i mezzi di trasporto. Hanno fortemente rallentato le importazioni dalla Cina, al 2,0 per cento in volume da circa il 18 in media dall'inizio del decennio; a fronte della più lenta dinamica degli acquisti complessivi, la loro quota sul totale si è tuttavia ulteriormente accresciuta, al di sopra del 6 per cento se misurata a prezzi correnti.

L'offerta

Nel 2008 la contrazione del PIL dell'Italia ha determinato un ulteriore ampliamento del ritardo di crescita rispetto al resto dell'area dell'euro, ora superiore a 16 punti percentuali cumulati dal 1996.

Il calo del prodotto si è sensibilmente aggravato in corso d'anno, di pari passo con l'acuirsi delle tensioni sui mercati internazionali. Vi ha contribuito soprattutto l'industria in senso stretto, che ha subito gli effetti più severi della drastica riduzione della domanda, in particolare di quella estera. Nella media del 2008 il valore aggiunto industriale è diminuito del 3,2 per cento, interrompendo la ripresa avviata dalla metà del 2005. Si è aggiunta la flessione più contenuta delle costruzioni (-1,2 per cento) e il sostanziale ristagno del terziario (-0,3 per cento); solo l'agricoltura ha segnato un incremento (2,4 per cento).

L'industria in senso stretto si conferma il settore più sensibile agli shock negativi del ciclo: il calo del valore aggiunto nel 2008 è già superiore a quello cumulato nel biennio 1992-93 (-2,8 per cento); tenendo conto delle previsioni per il 2009, la riduzione corrente risulterebbe più grave anche di quella subita nel 1975 (-5,6 per cento). Il comparto dei servizi, che lo scorso anno ha limitato gli effetti negativi a una pronunciata decelerazione, ha finora evidenziato, come nelle altre principali crisi del dopoguerra, il profilo ciclico più attenuato. L'esperienza passata indica il settore delle costruzioni come quello in cui è più elevato il grado di persistenza delle fasi recessive: le flessioni avviate nel 1975 e nel 1992 si sono protratte per un triennio (-6,1 e -11,6 per cento in termini cumulati); i lunghi tempi di recupero dei livelli antecedenti le crisi, pari rispettivamente a 6 e 11 anni, si confrontano con il biennio mediamente impiegato dall'industria.

Nel 2008 le riduzioni del valore aggiunto nei servizi alle imprese, nei trasporti, nelle assicurazioni e, soprattutto, nel commercio sono state compensate dalla crescita, pur in rallentamento, dell'intermediazione monetaria e finanziaria, delle attività immobiliari e delle comunicazioni.

La recessione ha invece interessato la quasi totalità dei settori dell'industria in senso stretto. I comparti che, esportando un'ampia quota del prodotto, avevano maggiormente contribuito alla più recente fase espansiva (metallurgia, fabbricazione di macchinari e apparecchiature, macchine elettriche ed elettroniche, mezzi di trasporto) hanno registrato una netta contrazione, particolarmente sostenuta nello scorcio dell'anno, aggiungendosi a quelli in arretramento già dal 2007 (chimica e fibre sintetiche, carta ed editoria, legno). È proseguita, fra le industrie di tradizionale specializzazione, la ricomposizione a favore di prodotti a maggior contenuto qualitativo, segnalata dalla continua espansione del settore dell'abbigliamento, fra i pochi in controtendenza, a fronte del persistente calo del tessile e della concia.

Nello scorso mese di marzo l'Istat ha aggiornato gli indici della produzione industriale, del fatturato e degli ordinativi alla base 2005=100; nell'occasione è stata inoltre adottata, in ottemperanza alla normativa comunitaria, la classificazione delle attività economiche Ateco 2007, profondamente modificata rispetto alla precedente. Il nuovo indice generale della produzione industriale, pur mantenendo un profilo pressoché inalterato negli anni antecedenti il 2005, ha comportato una revisione sostanziale della più recente fase espansiva, posticipandone il picco ciclico di circa un anno e mezzo, alla primavera del 2008. La maggior durata di quella ripresa produttiva conferma le indicazioni anticipate nella Relazione sull'anno 2007 della Banca d'Italia; il quadro congiunturale ha ora maggior coerenza con quello, più favorevole, che emergeva dagli indici del fatturato e degli ordinativi.

Nonostante il punto di massimo ciclico sia ora in linea con quelli rilevati negli altri principali paesi europei, in Italia la crescita cumulata durante l'espansione industriale dell'ultimo triennio rimane largamente inferiore a quella media dell'area dell'euro, che è stata circa il doppio, in particolare a quella della Germania, pari quasi al triplo. È inoltre di misura più grave la contrazione della produzione italiana iniziata nella primavera dello scorso anno, pari finora a circa un quarto in termini cumulati, contro il calo di un quinto rilevato nelle altre principali industrie dell'area.

Nel primo trimestre del 2009 è proseguito il peggioramento della situazione economica generale. Gli ordinativi interni ed esteri si sono ulteriormente ridotti, il clima di fiducia delle imprese è sceso in prossimità dei minimi storici del 1975, quello delle famiglie è rimasto improntato a un sostanziale pessimismo. La flessione della produzione industriale, sui livelli di 15 anni fa, si è riflessa sulla dinamica del PIL che, secondo le stime preliminari diffuse dall'Istat, è diminuito del 2,4 per cento.

Alcuni indicatori più recenti, la cui significatività e tenuta andranno verificate con cautela nei prossimi mesi, prefigurano la possibilità di un'attenuazione del deterioramento della fase recessiva.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – L'inflazione, misurata dall'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, è salita nella prima parte del 2008, toccando un massimo in luglio (4,1 per cento), sospinta dai forti rincari dei beni alimentari e di quelli energetici; è poi scesa bruscamente, riflettendo principalmente l'inversione di tendenza dei corsi del petrolio, fino a raggiungere l'1,2 per cento nell'aprile del 2009, il minimo da 40 anni. Nella media del 2008 la crescita dei prezzi al consumo si è portata al 3,3 per cento (3,5 sulla base dell'indice armonizzato; tav. 8.9) dall'1,8 del 2007. Al netto delle componenti più volatili, l'inflazione è aumentata di mezzo punto percentuale, al 2,1 per cento, trainata nella prima parte dell'anno dall'accelerazione delle componenti dei trasporti aerei e dei servizi di ristorazione, più strettamente legate alle materie di base.

Tavola 8.9

Prezzi al consumo				
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali	Contributi all'inflazione media (punti percentuali)
	2007	2008	2008	2008
Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale	1,8	3,3	100,0	3,3
Indice generale al netto di alimentari ed energetici	1,6	2,1	72,4	1,5
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	2,1	3,5	82,3	2,9
Alimentari freschi	3,4	4,5	7,0	0,3
di cui: latte	2,5	9,4	0,7	0,1
carni	3,3	3,7	3,9	0,1
Alimentari trasformati	2,4	5,9	10,8	0,6
di cui: pane	5,7	10,2	1,4	0,1
pasta e riso	3,7	18,4	0,7	0,1
derivati del latte	2,2	7,0	1,6	0,1
Beni non alimentari e non energetici	1,2	1,4	27,4	0,4
Servizi	2,6	3,3	32,5	1,1
di cui: trasporti aerei	-4,4	17,0	0,6	0,1
Energetici	0,6	10,6	4,7	0,5
Beni e servizi a prezzo regolamentato	0,6	2,5	17,7	0,4
Tariffe	0,9	4,2	10,0	0,4
di cui: gas	0,1	9,7	2,0	0,2
energia elettrica	4,8	9,7	1,2	0,1
Indice dei prezzi al consumo armonizzato	2,0	3,5	-	-

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

L'incremento dei prezzi dei beni alimentari ha toccato un picco nell'estate (intorno al 6 per cento sui dodici mesi) per poi scendere fino al 3,3 per cento nella media del primo quadrimestre del 2009, seguendo con qualche mese di ritardo l'andamento delle quotazioni internazionali delle principali materie prime di riferimento.

Nel corso del 2008 il prezzo del grano sui mercati internazionali è progressivamente calato, tornando alla fine dell'anno sui livelli precedenti la brusca accelerazione del 2007. In Italia i prezzi dei prodotti legati al frumento (rincarati del 10 per cento in media d'anno) hanno iniziato a decelerare dall'estate, mantenendo tuttavia una dinamica superiore per circa tre punti percentuali a quella osservata in Germania e in Francia. L'andamento anomalo dei listini della pasta in Italia ha spinto l'Autorità garante della concorrenza e del mercato a sanzionare, nello scorso febbraio, 26 aziende produttrici (rappresentanti circa il 90 per cento del mercato) e l'Unione Industriali Pastai Italiani per intese restrittive della concorrenza.

I prezzi dei carburanti, dopo i picchi dell'estate, sono calati repentinamente dalla fine del 2008; quelli di elettricità e gas hanno reagito agli andamenti dei corsi petroliferi con il consueto ritardo, dovuto al meccanismo di aggiornamento delle tariffe da parte dell'Autorità competente.

Un'analisi della trasmissione delle variazioni del prezzo del petrolio a quello delle benzine (al netto delle imposte) mostra che i cambiamenti delle quotazioni del greggio, sia in aumento, sia in diminuzione, si trasferiscono per intero e con tempi relativamente rapidi alle benzine nei principali paesi dell'area dell'euro: in una e due settimane, rispettivamente, in Germania e in Francia; in circa

un mese in Italia e in Spagna. Nell'ultimo decennio in Italia il livello del prezzo finale della benzina, su cui grava una più forte imposizione fiscale, è stato più elevato che nella media dell'area dell'euro anche a causa della maggiore frammentazione della rete distributiva e del minore sviluppo tecnologico degli impianti di distribuzione.

Il rientro delle tensioni inflazionistiche dalla seconda metà del 2008 è stato meno rapido nel nostro paese che nel complesso dell'area dell'euro: nella media dei primi quattro mesi del 2009 l'inflazione armonizzata in Italia, pur scendendo all'1,3 per cento, è risultata per quattro decimi di punto superiore a quella dell'area. Tale divario è ascrivibile sia alla minor prontezza con la quale i prezzi degli alimentari trasformati hanno reagito ai movimenti delle materie di base, sia al minor peso dei prodotti energetici nel paniere di consumo, che favorisce un ampliamento del differenziale d'inflazione rispetto al resto dell'area nelle fasi di flessione delle quotazioni del petrolio.

I forti rincari dei prodotti di prima necessità nel corso del 2008 hanno gravato in misura più intensa sul potere d'acquisto dei ceti deboli, per i quali rappresentano una quota maggiore della spesa complessiva.

Elaborazioni basate sull'indagine dei consumi delle famiglie dell'Istat mostrano che nella media del 2008 le famiglie con livelli di spesa più bassi (primo decile) hanno dovuto fronteggiare un tasso d'inflazione del 4,3 per cento, di circa 1,5 punti percentuali superiore a quello subito dalle famiglie con livelli di spesa più elevati (decimo decile). Il divario si è sostanzialmente annullato nei primi mesi del 2009, in connessione con i forti cali dei prezzi dei beni energetici.

Nella media degli ultimi tre mesi dell'anno l'indice nazionale dei prezzi al consumo ha registrato la più intensa riduzione osservata negli ultimi 40 anni (circa mezzo punto percentuale rispetto al trimestre precedente). Tuttavia dall'analisi delle voci elementari dell'indice non emergono, finora, segnali di avvio di una fase di deflazione. Permangono però rischi di ulteriori e più generali ribassi, derivanti da un possibile progressivo deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro e dagli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata.

I dati disaggregati mostrano che il rapido calo dell'inflazione dalla fine del 2008 è quasi interamente dovuto all'andamento dei prezzi dei beni energetici e alimentari. La flessione del ritmo di crescita dell'indice al netto di tali componenti si riconduce sia all'andamento delle tariffe aeree, su cui ha inciso la riduzione delle quotazioni petrolifere e l'introduzione di offerte promozionali a seguito del calo dei passeggeri, sia a politiche di prezzo moderate nel comparto dell'abbigliamento e delle calzature. Sull'inflazione al netto delle componenti più volatili potrebbe ulteriormente influire nei prossimi mesi la recessione in atto.

Il permanere dei corsi del greggio su livelli assai inferiori a quelli della prima parte dello scorso anno manterrebbe la variazione dei prezzi sui dodici mesi su un sentiero flettente fino all'autunno del 2009; in particolare, secondo le aspettative degli operatori, l'inflazione diventerebbe temporaneamente negativa nei mesi estivi per poi risalire nella parte finale dell'anno.

I prezzi e i costi alla produzione. – Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali destinati al mercato interno è quasi raddoppiato nel 2008, al 5,8 per cento, trainato dall'accelerazione nella prima parte dell'anno della componente energetica e di quella alimentare, che nel complesso costituiscono circa un terzo del paniere dell'indice. Le pressioni inflazionistiche nelle fasi a monte della

catena produttiva sono state contenute dal rallentamento, legato al deterioramento delle condizioni cicliche, dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale (allo 0,4 per cento dall'1,3 dell'anno precedente). L'accelerazione dei prezzi dei prodotti industriali venduti all'estero è stata più contenuta (al 2,8 per cento nella media del 2008 dal 2,2 del 2007), grazie al minor peso della componente energetica e alla debolezza della crescita dei prezzi dei beni strumentali.

Nei primi mesi del 2009 la variazione sui dodici mesi dei prezzi all'origine dei prodotti destinati al mercato interno è divenuta fortemente negativa (-3,2 per cento nella media del primo trimestre), a seguito dell'intensificarsi del calo delle componenti intermedie. Le indicazioni desumibili dagli ultimi sondaggi dell'ISAE sulle imprese manifatturiere ed estrattive indicano un proseguimento di tale tendenza nei prossimi mesi.

Anche negli altri maggiori paesi il calo dei prezzi alla produzione registrato nei primi mesi di quest'anno è dovuto soprattutto alla flessione della componente intermedia (energetica e non) e di quella alimentare, che hanno un peso elevato nel paniere. Per contro, il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni di consumo non alimentari e non energetici, seppur in discesa, è ritornato ai livelli osservati all'inizio del 2008.

Il costo del lavoro per unità di prodotto nel complesso dell'economia ha accelerato nel 2008, al 4,0 per cento dall'1,4 del 2007. Vi hanno contribuito la flessione ciclica della produttività del lavoro, particolarmente marcata nell'industria, e l'accelerazione delle retribuzioni, più accentuata nel settore dei servizi anche per effetto dei pagamenti una tantum di inizio anno legati ai ritardi nei rinnovi contrattuali (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*). I margini di profitto nell'industria hanno registrato una decisa contrazione, a fronte di una sostanziale stabilità nel comparto dei servizi.

Le aspettative di inflazione. – Le aspettative degli analisti sul 2009, censite lo scorso maggio da *Consensus Forecasts*, indicano una netta flessione dell'inflazione al consumo, allo 0,8 per cento in media. Non prevalgono, al momento, timori di una fase deflazionistica: nel 2010 la dinamica dei prezzi risalirebbe progressivamente, portandosi all'1,6 per cento in media d'anno. Le aspettative delle imprese sui propri prezzi di vendita, rilevate nella più recente inchiesta condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, indicano un ritmo di crescita per i successivi dodici mesi molto ridotto. Vi contribuirebbero la debolezza della domanda e, soprattutto per le imprese industriali, l'andamento delle quotazioni delle materie prime.

9. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2008, con il manifestarsi dei primi effetti della crisi, la crescita dell'occupazione si è sostanzialmente arrestata. L'input di lavoro, misurato sia in unità a tempo pieno sia in ore lavorate, si è ridotto. Al calo delle ore lavorate hanno contribuito l'ulteriore crescita del peso dell'occupazione a tempo parziale e, dall'autunno, l'ampio ricorso alla Cassa integrazione guadagni (CIG). Le retribuzioni per unità di lavoro dipendente, in seguito a numerosi rinnovi contrattuali nel settore pubblico e in quello privato, hanno registrato un'accelerazione; dato il contestuale aumento dell'inflazione, il loro potere d'acquisto è tuttavia rimasto invariato rispetto all'anno precedente. Nell'anno in corso il rallentamento dei prezzi al consumo dovrebbe risultare maggiore di quello delle retribuzioni nominali.

La stagnazione della domanda di lavoro a fronte della crescita dell'offerta si è riflessa in un aumento del tasso di disoccupazione, tornato a salire dopo essere continuamente diminuito dal 1998. Nei primi mesi del 2009 le ore di CIG sono aumentate ulteriormente; le imprese prevedono un calo dei livelli di occupazione per l'anno in corso: soprattutto attraverso il blocco del turnover e la cessazione dei contratti a termine le imprese più grandi, in misura maggiore con il ricorso ai licenziamenti le più piccole. Secondo le stime dell'OCSE, il tasso di disoccupazione in Italia potrebbe salire nel 2009 al 9,2 per cento, dal 6,7 dell'anno precedente.

All'aggravarsi della crisi il Governo e le Regioni hanno esteso temporaneamente la copertura degli ammortizzatori sociali e le risorse a essi destinate, strutturalmente modeste nel confronto internazionale. Il sistema di protezione italiano per coloro che perdono il lavoro rimane frammentato, risentendo della genesi storica dei diversi strumenti che lo compongono. Ne derivano la segmentazione delle tutele, per settore, dimensione di impresa e tipologia contrattuale, e una scarsa efficacia nel facilitare la mobilità dei lavoratori tra impieghi e settori produttivi. L'Italia si conferma inoltre come uno dei pochi paesi sviluppati a non disporre di uno strumento di sostegno al reddito delle persone escluse dal mercato del lavoro. Il Governo ha presentato un "libro bianco" propedeutico a interventi di riforma e di razionalizzazione delle politiche sociali.

L'occupazione e l'input di lavoro nel 2008 e le prospettive per il 2009

Nel 2008 il numero degli occupati rilevato dai conti nazionali, che comprendono gli irregolari e i non residenti, è ancora aumentato (0,3 per cento), pur rallentando vistosamente rispetto al 2007 (1,2 per cento; fig. 9.1). Gli effetti della crisi si sono manifestati soprattutto in una riduzione dell'input di lavoro, diminuito dello 0,1 per cento in termini di unità di lavoro e dello 0,5 in termini di ore complessivamente lavorate (tav. 9.1). Nel corso dell'anno si è passati da una crescita delle ore lavorate dello 0,5 per cento nel primo semestre, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a un calo dell'1,4 nel secondo.

Tavola 9.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (quote e variazioni percentuali)											
SETTORI	Unità di lavoro totali				Unità di lavoro dipendenti				Ore lavorate totali		
	Quote		Variazioni percentuali		Quote		Variazioni percentuali		Variazioni percentuali		
	1998	2008	2008/1998	2008/2007	1998	2008	2008/1998	2008/2007	2008/1998	2008/2007	
Agricoltura, silvicoltura e pesca	6,9	5,2	-18,3	-2,1	3,2	2,7	-2,8	-1,8	-16,4	-2,8	
Industria in senso stretto	22,6	20,0	-3,3	-1,7	27,1	23,3	-2,4	-1,5	-5,8	-2,7	
di cui: <i>attività manifatturiere</i>	21,7	19,3	-2,9	-1,7	26,0	22,4	-2,0	-1,5	....	....
Costruzioni	6,7	7,9	29,5	-0,6	5,6	6,9	39,4	-0,4	31,3	-1,7	
Servizi	63,9	67,0	14,6	0,6	64,1	67,1	18,9	1,4	14,4	0,5	
Commercio, alberghi, trasporti e comunicazioni	26,3	26,7	11,0	-0,3	21,2	23,0	23,4	0,9	7,2	-0,9	
<i>Commercio e riparazioni</i>	14,7	14,2	5,9	-0,4	9,3	10,3	26,3	2,1	....	....
<i>Alberghi e ristoranti</i>	5,2	5,8	22,4	-0,6	4,7	5,4	30,3	-0,2	....	....
<i>Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni</i>	6,4	6,6	13,4	0,2	7,2	7,3	15,2	0,1	....	....
Intermediazione monetaria e finanziaria e servizi alle imprese	11,5	14,4	36,4	2,0	10,0	12,4	40,5	3,3	44,1	2,5	
<i>Intermediazione monetaria e finanziaria</i>	2,6	2,5	6,1	0,5	3,2	3,0	4,8	0,8	....	....
<i>Servizi alle imprese (1)</i>	8,9	11,9	45,3	2,3	6,8	9,4	57,5	4,1	....	....
Altre attività di servizi	26,1	25,9	8,7	0,8	32,9	31,7	9,4	0,9	9,6	0,9	
<i>Pubblica amministrazione (2)</i>	6,3	5,4	-6,3	0,4	9,2	7,6	-6,3	0,4	....	....
<i>Istruzione</i>	6,7	6,3	3,1	-1,3	8,8	7,8	1,6	-1,1	....	....
<i>Sanità</i>	6,0	6,2	13,8	2,8	7,0	7,2	17,2	2,3	....	....
<i>Altri servizi pubblici, sociali e personali</i>	3,9	4,2	18,7	-0,8	3,4	3,9	29,9	0,4	....	....
<i>Servizi domestici presso famiglie e convivenze</i>	3,2	3,7	28,3	3,4	4,6	5,2	28,3	3,4	....	....
Totale	100,0	100,0	9,3	-0,1	100,0	100,0	13,6	0,5	8,8	-0,5	

Fonte: Istat, *Conti nazionali*.

(1) Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali e imprenditoriali. – (2) Include anche difesa e assicurazioni sociali obbligatorie.

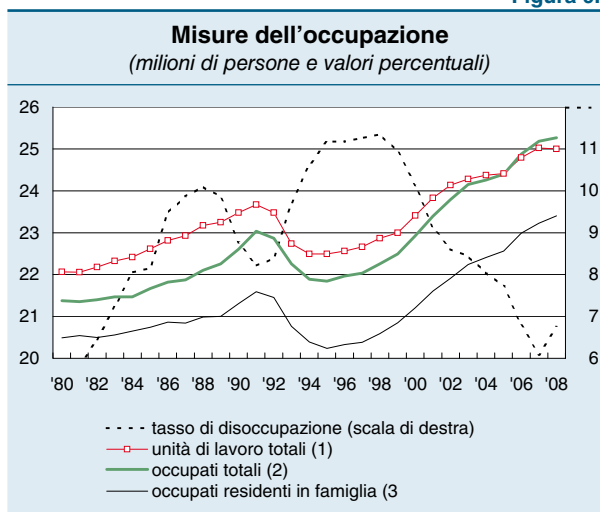
La flessione della domanda di lavoro è stata particolarmente marcata nell'industria in senso stretto, più sensibile agli andamenti ciclici dell'economia e maggiormente esposta alla caduta del commercio internazionale. Il calo, iniziato già nella prima metà dell'anno, è stato dell'1,2 per cento per gli occupati e del 2,7 per le ore lavorate. Il maggior ricorso alla CIG ha consentito una riduzione delle ore medie lavorate per occupato (-1,5 per cento), frenando la caduta dell'occupazione. Le ore autorizzate di CIG, che ammontavano all'equivalente dell'1,5 per cento delle unità di lavoro totali nel quarto trimestre del 2007, sono salite al 2,5 per cento nel quarto trimestre del 2008 e a circa il 4 per cento nel primo trimestre di quest'anno, il livello più elevato dalla crisi del 1992-93 (fig. 9.2). Nelle grandi imprese industriali con oltre 500 addetti, il rapporto tra le ore di CIG utilizzate e le ore lavorate è salito al 10 per cento in febbraio, valore prossimo ai livelli massimi raggiunti nel 1993.

Nelle costruzioni l'occupazione è diminuita dello 0,8 per cento, dopo un decennio di continua espansione, mentre in agricoltura è proseguito il tendenziale declino del numero degli addetti, sceso nel 2008 per la prima volta sotto il milione (-2,2 per cento).

L'unico comparto ancora in crescita nella media del 2008 è risultato quello dei servizi, dove il numero degli occupati è aumentato dell'1,1 per cento. Anche in questo settore, dopo un'espansione ancora sostenuta nella prima parte dell'anno, la crescita si è pressoché arrestata nella seconda (rispettivamente, 2,0 e 0,2 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente); le ore lavorate sono diminuite dello 0,5 per cento nel secondo semestre, dopo un incremento dell'1,4 nel primo.

Il deterioramento del mercato del lavoro è destinato a proseguire nel 2009. Le imprese programmano consistenti riduzioni degli organici, sia attraverso i licenziamenti, sia attraverso una forte riduzione delle assunzioni, che limiterà la possibilità di ritrovare un'impiego per quanti perdono il lavoro e per coloro che sono in cerca della prima occupazione. Il ricorso al licenziamento sarà più frequente tra le piccole imprese, mentre le più grandi si avvarranno soprattutto del mancato rinnovo dei contratti a termine e del blocco del turnover.

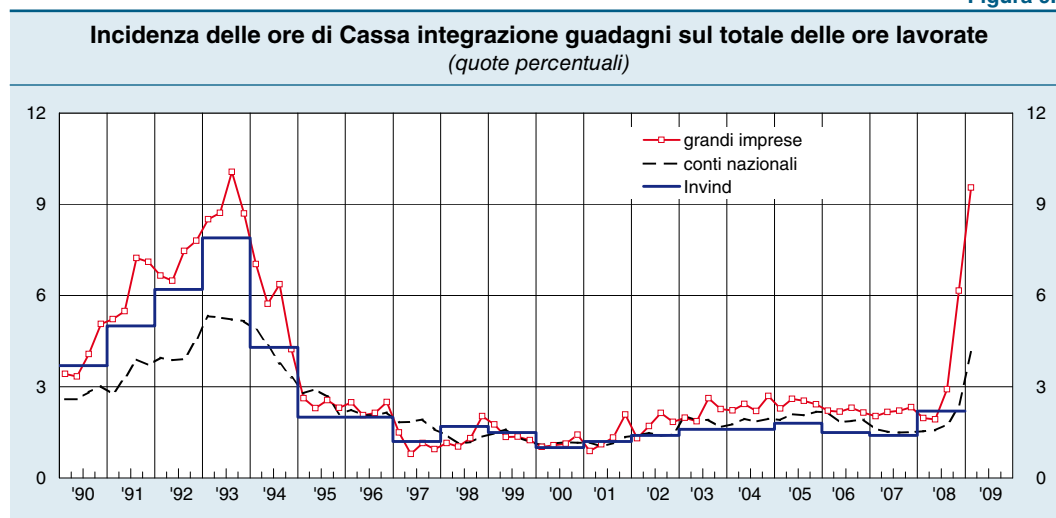
Figura 9.1



Fonte: 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 di lavoro (Fonte: Istat, *Conti nazionali*). – (2) Occupati residenti e non residenti, regolari e non regolari, in imprese residenti (Fonte: Istat, *Conti nazionali*). – (3) La famiglia è intesa come l'insieme delle persone coabitanti, legate da vincolo di matrimonio, parentela, adozione, tutela o da vincoli affettivi (Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*).

Figura 9.2



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

Utilizzando come indicatore i flussi in ingresso nelle liste di mobilità, nelle regioni per le quali si dispone dell'informazione (Valle d'Aosta, Piemonte, Trentino Alto Adige, Veneto, Friuli Venezia Giulia, Emilia Romagna, Marche, Lazio, Molise e Basilicata) si osserva un significativo aumento dei licenziamenti. Tra l'ottobre del 2008 e il febbraio di quest'anno i flussi in ingresso sono cresciuti del 37 per cento circa rispetto a un anno prima; l'aumento è quasi interamente dovuto ai licenziamenti individuali effettuati dalle piccole imprese con meno di 16 dipendenti, saliti di oltre il 50 per cento.

L'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi privati con almeno 20 addetti conferma come i dipendenti delle piccole imprese, insieme ai lavoratori con contratto a termine e parasubordinati, siano quelli a maggior rischio di perdere il lavoro. Nel 2008, a fronte di un incremento medio dello 0,1 per cento, l'occupazione è diminuita nella classe dimensionale 20-49 addetti dell'1,8 per cento. Per il 2009 le imprese intervistate prevedono un calo del numero degli occupati del 2,1 per cento (3,3 nell'industria e 0,7 nei servizi); tra le aziende più piccole, che si attendono una maggior flessione delle vendite, la contrazione dell'occupazione sarebbe del 3,1 per cento. Secondo l'indagine sulle costruzioni e le opere pubbliche, condotta anch'essa dalla Banca d'Italia, nelle imprese con almeno 20 addetti l'occupazione si ridurrebbe del 4,3 per cento (5,2 nella classe dimensionale 20-49).

Secondo l'indagine Excelsior dell'Unione delle Camere di commercio sulle imprese dei servizi, dell'industria e delle costruzioni, le assunzioni al netto degli impieghi stagionali si ridurrebbero del 40 per cento rispetto all'anno precedente.

La composizione dell'occupazione residente

L'indagine dell'Istat sulle forze di lavoro, riferita alla sola popolazione residente, rileva una crescita ancora sostenuta del numero degli occupati nel 2008 (0,8 per cento, 183.000 persone; tav. 9.2), anche se in progressivo rallentamento nel corso dell'anno (dall'1,4 per cento nel primo trimestre allo 0,1 nel quarto).

L'andamento più favorevole rispetto ai Conti nazionali è dovuto al diverso campo di osservazione dell'indagine che, essendo riferito alla sola popolazione residente, risente del ritardo con cui vengono registrati nelle anagrafi i lavoratori stranieri. I lavoratori immigrati non residenti già presenti in Italia e occupati nel 2007 sono stati inclusi tra gli occupati di quell'anno nei Conti nazionali, ma non nell'indagine sulle forze di lavoro. Questi lavoratori vengono considerati dall'indagine come nuovi occupati nel 2008, non in quanto abbiano trovato un lavoro nell'anno, ma in quanto solo allora sono entrati nei registri anagrafici.

La crescita dell'occupazione è il saldo tra un incremento di 249.000 occupati stranieri (16,5 per cento) e un calo di 66.000 occupati italiani (-0,3 per cento). Il diverso andamento delle due componenti riflette in gran parte quello della popolazione in età da lavoro, ridottasi di 132.000 persone per gli italiani, cresciuta di 369.000 per gli stranieri. La componente straniera ha così raggiunto il 6,6 per cento della popolazione in età da lavoro (5,7 nel 2007) e il 7,5 degli occupati (6,5 nel 2007). L'incidenza della forza lavoro straniera supera il 9 per cento nel Centro Nord, ma è appena il 3 per cento nel Mezzogiorno (cfr. il capitolo 11: *L'immigrazione*).

L'occupazione è cresciuta nelle regioni del Centro e del Nord (1,5 e 1,2 per cento, rispettivamente), mentre è diminuita nel Mezzogiorno (-0,5 per cento). La riduzione nel Mezzogiorno è stata particolarmente marcata nell'industria in senso stretto (-4,9 per cento), a fronte di una riduzione dell'1,4 per cento al Nord e di un aumento del 3,0 al Centro.

Tavola 9.2

Struttura dell'occupazione nel 2008 (1) (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro Nord		Mezzogiorno		Italia	
	Migliaia di persone (2)	Variazioni percentuali 2008-07 (3)	Migliaia di persone (2)	Variazioni percentuali 2008-07 (3)	Migliaia di persone (2)	Variazioni percentuali 2008-07 (3)
Occupati dipendenti	12.682	2,3	4.764	-0,2	17.446	1,6
Permanenti	11.193	2,0	3.930	0,1	15.123	1,5
a tempo pieno	9.577	1,4	3.509	-0,7	13.086	0,8
a tempo parziale	1.615	5,8	421	7,3	2.037	6,1
Temporanei	1.489	4,7	834	-1,4	2.323	2,4
a tempo pieno	1.140	3,9	644	-3,8	1.783	1,0
a tempo parziale	350	7,2	190	7,9	540	7,4
Occupati indipendenti	4.241	-1,6	1.718	-1,4	5.959	-1,6
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.566	-0,6	1.491	-1,1	5.056	-0,8
Coadiuvanti in imprese familiari	293	-6,0	110	..	403	-4,4
Soci di cooperative	23	-30,3	12	-18,4	35	-26,7
Collaboratori coordinati	288	-5,4	82	-6,8	370	-5,7
Prestatori d'opera occasionali	72	-5,1	23	5,0	95	-2,8
A tempo pieno	3.675	-2,4	1.514	-2,1	5.189	-2,3
A tempo parziale	566	3,9	204	3,6	770	3,8
Totale occupati	16.923	1,3	6.482	-0,5	23.405	0,8
femmine	7.126	2,1	2.215	1,2	9.341	1,9
maschi	9.797	0,7	4.266	-1,4	14.064	..
In cerca di occupazione	805	15,3	886	9,8	1.692	12,3
femmine	460	14,9	412	7,3	872	11,2
maschi	346	15,9	475	11,9	820	13,6
Forze di lavoro	17.729	1,9	7.368	0,6	25.097	1,5
femmine	7.586	2,8	2.627	2,1	10.213	2,7
maschi	10.143	1,1	4.741	-0,2	14.884	0,7
Tasso di partecipazione (15-64 anni)	68,8	0,7	52,4	0,1	63,0	0,5
femmine	59,7	1,2	37,2	0,6	51,6	1,0
maschi	77,9	0,3	68,0	-0,4	74,4	..
Tasso di occupazione (15-64 anni)	65,7	0,3	46,1	-0,5	58,7	0,1
femmine	56,1	0,7	31,3	0,2	47,2	0,6
maschi	75,2	-0,1	61,1	-1,1	70,3	-0,4
Tasso di disoccupazione	4,5	0,5	12,0	1,0	6,7	0,7
femmine	6,1	0,6	15,7	0,8	8,5	0,7
maschi	3,4	0,4	10,0	1,1	5,5	0,6
Tasso di disoccupazione giovanile	14,5	0,8	33,6	1,3	21,3	1,0
femmine	17,5	1,3	39,3	1,0	24,7	1,3
maschi	12,4	0,6	30,2	1,3	18,9	0,7

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

(1) Dalla rilevazione sul primo trimestre del 2008 l'età minima per la partecipazione al mercato del lavoro è stata innalzata da 15 a 16 anni. – (2) 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 16-74 e le forze di lavoro di età 16 e oltre; il tasso di disoccupazione giovanile è calcolato con riferimento alla popolazione di 16-24 anni. L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. – (3) Per i tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione, differenze percentuali.

Nel complesso l'incremento dell'occupazione ha interessato la sola componente femminile (176.000 persone; 1,9 per cento), a fronte della sostanziale stazionarietà di quella maschile (7.000 persone). Considerando la classe di età 15-64 anni, il tasso di occupazione maschile si è così ridotto dal 70,7 al 70,3 per cento, mentre quello femminile è ulteriormente aumentato, dal 46,6 al 47,2 per cento. Il calo del tasso di occupazione maschile ha interessato soprattutto le classi di età centrali (35-44 anni) e i lavoratori con livelli di istruzione inferiori. Il miglior andamento dell'occupazione femminile riflette anche la maggior incidenza di questa componente nelle attività di servizio, meno coinvolte dalla crisi e ancora in espansione nel 2008. Nei servizi le donne raggiungono il 48,6 per cento del totale degli occupati, contro il 21,6 nell'industria, il 30 in agricoltura e il 39,9 nella media dell'economia.

Il tasso di occupazione è rimasto invariato al 58,7 per cento, come risultato di un incremento al Centro (dal 62,3 al 62,8) e al Nord (dal 66,7 al 66,9) e una riduzione nel Mezzogiorno (dal 46,5 al 46,1), riconducibile al forte calo del tasso di occupazione maschile (dal 62,1 al 61,1).

L'occupazione è aumentata esclusivamente nella componente alle dipendenze (279.000 persone; 1,6 per cento), mentre è diminuita in quella indipendente (-96.000 persone; -1,6 per cento); si è quindi ulteriormente ridotta l'incidenza del lavoro autonomo (dal 26,1 al 25,5 per cento), pur restando ancora elevata nel confronto internazionale.

La riduzione del numero dei lavoratori autonomi, oltre all'agricoltura, ha riguardato soprattutto l'industria e il commercio. La riduzione nel commercio è in parte dovuta alla flessione dell'attività economica; vi ha tuttavia contribuito anche il processo di ristrutturazione del comparto, che dalla fine degli anni ottanta sta determinando una ricomposizione progressiva dell'occupazione in favore della componente alle dipendenze. Secondo i Conti nazionali, nel commercio dal 1990 al 2008 la quota del lavoro autonomo è scesa di 12 punti, dal 56 al 44 per cento.

Tra gli occupati dipendenti, sono cresciute del 2,4 per cento le posizioni a termine (55.000 persone) e dell'1,5 quelle a tempo indeterminato (224.000). La quota dei contratti a termine è salita al 13,3 per cento del totale, dal 13,2 del 2007. Le posizioni di lavoro a termine hanno un'incidenza assai più elevata tra quanti trovano un impiego muovendo dalla condizione di inoccupato. Complessivamente gli occupati dipendenti a termine, i collaboratori a progetto e i lavoratori occasionali hanno costituito nel 2008 il 47 per cento di coloro che avevano trovato un impiego negli ultimi 12 mesi (1,3 punti in più dell'anno precedente); l'incidenza è ancor più elevata tra i giovani e i laureati (59 per cento).

È proseguita anche la crescita dell'occupazione dipendente a tempo parziale (6,4 per cento), con un incremento dell'incidenza sul totale dei dipendenti dal 14,1 al 14,8 per cento. Per le lavoratrici la quota del part-time ha raggiunto il 28,1 per cento (27,2 nel 2007), per gli uomini è salita leggermente dal 4,4 al 4,6 per cento. Anche a causa della crisi, che ha spinto alcune imprese ad adeguare le ore lavorate al forte calo della produzione, la quota di lavoratori part-time che preferirebbero un impiego a tempo pieno è salita nel 2008 di quasi 2 punti percentuali, al 43 per cento.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nella media del 2008 il numero di persone in cerca di lavoro è aumentato di 186.000 unità rispetto all'anno precedente (12,3 per cento), invertendo la tendenza a

una progressiva riduzione in corso dal 1998. L'incremento ha riguardato soprattutto persone con precedenti esperienze lavorative e disoccupati da meno di 12 mesi, indicando come l'inversione di tendenza sia da ricondurre alla crisi economica.

Il numero delle persone in cerca di occupazione che dichiarano di essere state occupate l'anno precedente è cresciuto del 26,1 per cento. I primi a risentire degli effetti della crisi sono stati i lavoratori con contratto a termine e quelli parasubordinati. La quota di occupati nel terzo trimestre che risultava ancora occupata nel quarto trimestre è scesa nel 2008 di 0,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente; la riduzione è stata molto più forte tra i lavoratori con contratto a termine (-2 punti percentuali) e tra i lavoratori parasubordinati (-6 punti).

Il tasso di disoccupazione, sceso dall'11,3 per cento del 1998 al 6,1 nel 2007, è risalito al 6,7 per cento nel 2008. La crescita ha interessato entrambi i sessi e tutte le classi di età e le ripartizioni geografiche, anche se gli incrementi maggiori si registrano tra i giovani dai 15 ai 24 anni e nel Mezzogiorno. Il tasso di disoccupazione maschile è salito dal 4,9 al 5,5 per cento, quello femminile dal 7,9 all'8,5; al Centro il tasso è aumentato di 8 decimi al 6,1 per cento, al Nord di 4 decimi al 3,9 per cento, nel Mezzogiorno di un punto al 12,0 per cento.

La crescita del tasso di disoccupazione in Italia è stata anche sospinta dal forte aumento dell'offerta di lavoro (1,5 per cento; 369.000 persone), dopo il modesto aumento nell'anno precedente (0,3 per cento). Vi hanno contribuito sia il forte incremento della popolazione straniera in età da lavoro, sia la ripresa della partecipazione al mercato del lavoro della popolazione italiana, soprattutto femminile. Le forze di lavoro straniere sono salite di 274.000 unità (16,7 per cento), quelle italiane di 94.000 (0,4 per cento). Il tasso di attività della popolazione in età da lavoro è aumentato nel complesso dal 62,5 al 63 per cento; è rimasto stazionario per gli uomini al 74,4 per cento, è salito di 9 decimi al 51,6 per cento per le donne.

Le retribuzioni e il costo del lavoro

Nel 2008 le retribuzioni lorde di fatto per unità di lavoro dipendente sono cresciute del 3,3 per cento nell'intera economia (2,3 nel 2007; tav. 9.3). Nel settore privato l'incremento è stato del 2,9 per cento (3,1 nel 2007); in quello pubblico, dove alcuni contratti siglati l'anno precedente prevedevano aumenti solo a partire dal 2008, l'incremento è stato del 4,3 per cento (0,7 nel 2007). Per entrambi i settori è previsto un rallentamento delle retribuzioni nominali nell'anno in corso, poiché verranno meno gli effetti dei rinnovi contrattuali siglati tra la fine del 2007 e la prima metà del 2008 e non vi sono rilevanti contratti in attesa di rinnovo.

La crescita delle retribuzioni nominali è risultata uguale a quella dei prezzi al consumo, aumentati del 3,3 per cento a causa principalmente dell'accelerazione del prezzo dei prodotti energetici (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Nel 2009, grazie soprattutto alla forte diminuzione dell'inflazione, le retribuzioni potrebbero registrare un incremento anche in termini reali.

Dal 2000 le retribuzioni medie per unità di lavoro nel totale dell'economia, deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo, hanno registrato una crescita cumulata del 3,6 per cento nel settore privato e di circa il 15 nel settore pubblico. Confrontando le retribuzioni orarie dei dipendenti nei tre grandi paesi dell'area, nel 2008 il livello medio in Italia era di 15,3 euro, in Francia di 21,5 e in Germania di 20,5; a parità di potere d'acquisto,

14,1, 19,6 e 19,9, rispettivamente. Tra il 2000 e il 2008 l'incremento cumulato in termini reali, utilizzando come deflatore l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è stato del 4,6 per cento in Italia e del 10,5 in Francia, a fronte di un calo del 2,1 per cento in Germania. Le differenze nel livello e nella dinamica riflettono anche la diversa composizione dell'occupazione per settore, istruzione, età e la diversa incidenza del lavoro irregolare.

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 di lavoro totali	Prodotto per unità di lavoro (2)	Retribuzione per unità di lavoro dipendente	Costo del lavoro per unità di lavoro dipendente (3)	CLUP (3) (4)	Quota del lavoro sul valore aggiunto a prezzi base (3) (5)	Costo del lavoro reale per unità di lavoro dipendente (6)	Retribuzione reale per unità 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
2006	3,1	1,0	2,2	3,6	2,8	0,6	64,3	1,6	1,4
2007	1,8	0,8	0,9	3,1	2,8	1,8	62,9	-1,2	1,3
2008	-3,2	-1,7	-1,5	3,1	3,3	4,8	64,2	0,6	-0,2
<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	-0,6	2,6	2,9	3,4	67,8	-1,9	0,2
2006	1,8	1,2	0,5	2,8	2,5	2,0	66,4	0,2	0,7
2007	..	3,2	-3,1	2,6	3,1	6,3	67,5	-1,6	0,8
2008	-1,2	-0,6	-0,6	2,9	3,1	3,7	66,9	-1,5	-0,5
<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	1,4	1,6	-0,2	2,6	2,6	2,9	68,1	0,2	0,2
2006	2,4	2,0	0,4	3,1	2,7	2,3	71,6	3,8	1,0
2007	3,3	1,4	1,9	3,2	2,9	1,0	71,1	1,1	1,3
2008	-0,9	0,5	-1,4	2,7	2,8	4,3	71,9	-0,2	-0,6
<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
2006	2,4	1,6	0,9	3,2	2,6	1,7	70,7	2,6	1,1
2007	2,4	1,1	1,3	3,1	2,9	1,6	69,9	0,2	1,3
2008	-1,6	-0,4	-1,2	2,9	3,0	4,2	70,8	0,1	-0,4
<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	71,7	0,6	0,8
2006	2,1	1,5	0,6	3,2	2,7	2,1	73,8	2,0	1,0
2007	2,0	1,0	1,0	2,3	2,2	1,1	72,9	-0,2	0,5
2008	-1,2	-0,1	-1,1	3,3	3,3	4,4	73,7	0,1	-0,1

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 di lavoro dipendente e il prodotto per unità 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 di lavoro dipendente deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base. – (7) Retribuzione per unità di lavoro dipendente deflazionata 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.

Le retribuzioni contrattuali, definite dai contratti nazionali di settore, nel 2008 sono cresciute del 3,5 per cento (2,3 nel 2007), più delle retribuzioni di fatto. L'incremento nel solo settore privato è stato del 3,2 per cento.

Lo scostamento rispetto alle stime effettuate nel corso del 2008 sulla base dei conti trimestrali, che indicavano uno slittamento salariale (differenza tra crescita delle retribuzioni di fatto e contrattuali) positivo, è da ricondurre alla revisione della crescita delle retribuzioni medie di fatto nel 2007 dal 2,4 al 3,1 per cento. La correzione è dovuta alla riattribuzione per competenza al 2007 di incrementi elargiti nel 2008 a titolo di una tantum per compensare i lavoratori per i cospicui ritardi nel rinnovo di importanti contratti di categoria.

Nel corso del 2008 sono stati conclusi numerosi contratti del settore privato (tra i principali, quelli dei comparti metalmeccanico, del commercio e dell'edilizia). Attualmente i contratti in vigore coprono circa il 90 per cento del monte salari. Molti rinnovi hanno ulteriormente esteso gli elementi di flessibilità nell'organizzazione del lavoro e in alcuni casi hanno prolungato la durata contrattuale oltre i due anni. Nell'aprile scorso le parti sociali, con la rilevante eccezione della CGIL, hanno siglato l'Accordo interconfederale per l'attuazione dell'accordo quadro sulla riforma degli assetti contrattuali, su cui si era raggiunta un'intesa nel mese di gennaio.

Nell'Accordo si conferma un assetto della contrattazione su due livelli, nazionale e integrativo (aziendale o territoriale), con vigenza triennale, sia per la parte economica sia per la parte normativa. Tra i punti più rilevanti, si stabilisce che gli incrementi retributivi definiti dal contratto nazionale siano determinati assumendo come riferimento, in sostituzione del tasso di inflazione programmata, un nuovo indice previsionale triennale, costruito sulla base dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA), depurato dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici importati. Il nuovo indice previsionale sarà applicato a un valore retributivo medio assunto quale base di computo composto dai minimi tabellari, dal valore degli aumenti periodici di anzianità e dalle altre eventuali indennità in cifra fissa stabilite dal contratto collettivo.

I singoli contratti possono prevedere, attraverso intese tra le parti sociali a livello locale, la possibilità di derogare agli stessi contratti nazionali per far fronte a situazioni di crisi aziendali o per favorire lo sviluppo economico e occupazionale di singole aree. L'Accordo auspica che vengano incrementate le misure di incentivazione fiscale della contrattazione di secondo livello collegata a incrementi di produttività. I contratti collettivi stabiliranno elementi di garanzia retributiva in favore dei lavoratori dipendenti di aziende prive di contrattazione integrativa e che non percepiscono trattamenti economici individuali o collettivi aggiuntivi rispetto ai minimi stabiliti dal contratto nazionale di categoria; rimangono tuttavia imprecisati i criteri per la determinazione di tali incrementi compensativi. Al contratto è infine demandato il compito di disciplinare gli enti bilaterali tra le parti sociali per la gestione di strumenti di welfare integrativi a livello di settore, fiscalmente incentivati, che potrebbero accrescere il livello di eterogeneità nella copertura assicurativa dei lavoratori.

La diffusione della contrattazione integrativa rimane modesta. In base ai risultati dell'indagine Invind della Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti, nel 2008 solo il 26,1 per cento delle aziende aveva sottoscritto un contratto integrativo a partire dal 2000 (30,6 per cento nell'industria, 20,4 nei servizi).

La quota aumenta al crescere della dimensione aziendale: nelle imprese con un numero di addetti compreso tra i 200 e i 499 essa supera il 70 per cento nell'industria e il 40 nei servizi, raggiunge l'85 per cento tra le imprese industriali con almeno 500 addetti (50 per cento nei servizi). L'incidenza della contrattazione integrativa è più elevata al Centro Nord (30 per cento), è modesta nel Mezzogiorno (10 per cento). La quota complessiva dei lavoratori con contratto integrativo è pari al 49 per cento; raggiunge il 53 nel Centro Nord, è di appena il 20 nel Mezzogiorno. Gli incrementi retributivi corrisposti dai contratti integrativi in un quarto circa dei casi sono predefiniti dagli accordi, nel 71 per cento dei casi stabiliscono il pagamento di importi variabili o parzialmente variabili. Solo in una esigua minoranza dei contratti integrativi (8 per cento) gli accordi prevedono interventi organizzativi come contropartita degli incrementi retributivi.

L'incidenza della contrattazione integrativa nell'industria è diminuita nel tempo. Nel confronto con l'indagine del 1999, la quota di imprese industriali con almeno 50 addetti con contratto aziendale è scesa dal 66 al 51 per cento. Rispetto ai dati raccolti nel 2001 per le imprese dell'industria con un numero di addetti compreso tra 20 e 49, l'incidenza è diminuita dal 34 al 21 per cento. I lavoratori che beneficiano di un contratto integrativo si sono ridotti dal 77 al 68 per cento nelle imprese con almeno 50 addetti e dal 36 al 22 per cento in quelle nella fascia tra 20 e 49 addetti.

Con la legge 24 luglio 2008, n. 126, il Governo ha introdotto sgravi fiscali per gli incrementi retributivi collegati alla produttività e ai risultati aziendali e per la remunerazione del lavoro straordinario corrisposti nella seconda metà dell'anno passato. Secondo i risultati dell'indagine Invind, circa il 47 per cento dei lavoratori ne ha beneficiato; la quota è più elevata tra le imprese di maggior dimensione (59 per cento in imprese con oltre i 500 addetti), più bassa nelle piccole (35 per cento in quelle con meno di 50 dipendenti); al Centro Nord (50 per cento) è più elevata che nel Mezzogiorno (29 per cento); non si apprezzano differenze rilevanti tra industria e servizi. L'incidenza dei beneficiari tende a salire al crescere delle retribuzioni medie pagate nell'impresa.

Nel 2008 il costo per unità di lavoro dipendente, che comprende gli oneri sociali a carico del datore di lavoro, è aumentato del 3,3 per cento nel totale dell'economia (tav. 9.3). Data una riduzione della produttività del lavoro dell'1,1 per cento, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è cresciuto del 4,4 per cento, rispetto all'1,1 dell'anno precedente. Nel settore privato, la produttività è scesa dell'1,2 per cento e il CLUP è cresciuto del 4,2 per cento (1,9 nel 2007). La quota del lavoro sul valore aggiunto ai prezzi base al netto delle locazioni di fabbricati è risalita di 8 decimi nel totale dell'economia e di 9 decimi nel settore privato.

In Francia e in Germania, dove il miglior andamento dell'economia ha sostenuto la dinamica della produttività, il CLUP è cresciuto in misura minore. Misurando il costo del lavoro e la produttività in termini di ore lavorate, nel totale dell'economia la crescita del CLUP è stata del 2,5 per cento in Francia e del 2,0 in Germania, contro il 3,7 in Italia.

Dal 2000 al 2008, il CLUP è cresciuto a un tasso medio annuo del 2,9 per cento in Italia e del 2,0 in Francia, mentre è rimasto invariato in Germania. Nell'industria in senso stretto, i tassi di crescita medi sono stati del 2,8 per cento in Italia, dello 0,5 in Francia e del -1,2 in Germania. Con la recente revisione dei dati di contabilità nazionale il differenziale di crescita del CLUP tra l'Italia e gli altri paesi nel settore industriale si è ridotto, anche se permane elevato. Tra il 2004 e il 2007 la revisione ha comportato una riduzione del tasso di crescita medio del CLUP di 9 decimi. Nel confronto con la Francia la più rapida crescita del CLUP in Italia è interamente riconducibile a una più lenta dinamica della produttività del lavoro; nel confronto con la Germania hanno pesato in uguale misura la minor crescita della produttività e il più rapido aumento del costo del lavoro in termini nominali.

La regolamentazione del mercato del lavoro e gli ammortizzatori sociali

La crisi economica ha reso più evidenti alcuni limiti del sistema di protezione sociale italiano. Sebbene la crescente flessibilità del mercato del lavoro richieda misure che facilitino la mobilità dei lavoratori tra impieghi e settori, l'ammontare di risorse destinate alla copertura del rischio di disoccupazione è comparativamente modesto (0,5 per cento del PIL contro l'1,6 nella media dell'UE a 27 paesi nel 2005). La frammentarietà degli strumenti, che dipendono dal settore, dal contratto e dalla dimensione di impresa, determina una segmentazione delle tutele che rispecchia la loro genesi storica e non risponde a esigenze di efficienza ed equità. I servizi all'impiego sono inadeguati ad assistere i segmenti più deboli della forza lavoro nella ricerca di un impiego e scarsamente coinvolti nell'attività di controllo del corretto utilizzo dei sussidi di disoccupazione.

Per contrastare gli effetti della crisi, il Governo ha temporaneamente esteso il livello di copertura degli strumenti esistenti e accresciuto le risorse a disposizione (decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, successivamente convertito nella legge 28 gennaio 2009, n. 2). Le risorse disponibili per gli ammortizzatori sociali per il biennio 2009-2010 ammontano complessivamente a 32 miliardi di euro, di cui 8 per gli interventi in deroga così come stabilito da un accordo tra Stato e Regioni; lo stanziamento per gli ammortizzatori in deroga deriva in larga parte dal Fondo per le Aree Sottoutilizzate (FAS) e da risorse disponibili a livello regionale finanziate dal Fondo Sociale Europeo (FSE).

Per i dipendenti di imprese non destinatarie di trattamenti di integrazione salariale, sospesi per crisi aziendali o occupazionali, è prevista fino alla fine del 2010 l'erogazione dell'indennità di disoccupazione non agricola per un massimo di 90 giorni, con requisiti pieni o ridotti a seconda dell'anzianità contributiva. In via sperimentale per il triennio 2009-2011 sono state istituite per la prima volta tutele per gli apprendisti e i collaboratori a progetto che soddisfino alcuni requisiti. Agli apprendisti è riconosciuta, in caso di sospensione dal lavoro o di licenziamento e in presenza di un'anzianità di servizio presso l'azienda di almeno tre mesi, l'indennità ordinaria di disoccupazione con requisiti normali per una durata massima di 90 giorni. Ai collaboratori a progetto, nel caso di chiusura del rapporto di lavoro, è riconosciuta una indennità una tantum del 10 per cento del reddito percepito l'anno precedente, successivamente innalzata al 20 per cento (legge 9 aprile 2009, n. 33), a condizione che operino in regime di monocommittenza, abbiano conseguito l'anno precedente un reddito compreso entro limiti stabiliti e possiedano determinati requisiti di accreditamento alla gestione separata presso l'INPS.

Nell'utilizzo della Cassa integrazione si è passati da un conteggio basato sulle settimane a uno basato sui giorni di utilizzo, evitando penalizzazioni per quanti vi facciano ricorso per frazioni di settimana. Si rende così più flessibile l'impiego di questo istituto che, nella forma ordinaria, permette un'agevole riduzione dell'input di lavoro in casi di flessioni temporanee della domanda, senza interrompere il rapporto di lavoro e disperdere il capitale umano dei lavoratori.

Con la legge 33 del 2009, il Governo ha introdotto misure volte a semplificare le procedure per la concessione e l'erogazione degli ammortizzatori sociali ed evitare attese per i lavoratori e anticipi da parte delle imprese. In via sperimentale per il 2009, con l'obiettivo di contrastare l'economia sommersa, si consente inoltre ai lavoratori che percepiscono un sussidio di svolgere lavori occasionali di natura accessoria di modesta entità, entro un tetto di 3.000 euro annui.

La legge 6 agosto 2008, n. 133, ha reintrodotto il lavoro a chiamata o intermittente (job on call), abrogato solo pochi mesi prima dalla legge 24 dicembre 2007, n. 247 e ha apportato modifiche alla disciplina del contratto di lavoro a tempo determinato, consentendo l'apposizione di un termine alla durata del contratto anche per ragioni riferibili all'ordinaria attività del datore di lavoro e prevedendo che la contrattazione collettiva possa prescrivere un limite diverso da quello di 36 mesi alla reiterazione dei contratti a termine.

La complessità della normativa, sia quella ordinaria sia quella approvata per fronteggiare la crisi economica, rende assai difficile definire i benefici di cui godrebbero le diverse categorie di occupati in caso di perdita o sospensione del lavoro. Utilizzando le informazioni disponibili nella Rilevazione sulle forze di lavoro e nell'indagine EU-SILC sui redditi familiari, si può stimare con un elevato grado di approssimazione che, oltre alla vasta platea del lavoro irregolare, circa 1,6 milioni di lavoratori dipendenti o parasubordinati (pari all'11 per cento del totale), per tre quarti occupati nei servizi, non avrebbero diritto ad alcun trattamento in caso di sospensione o cessazione del rapporto di lavoro, anche dopo le recenti misure del Governo (tavv. 9.4 e 9.5). Si tratta di lavoratori dipendenti privi dei requisiti di anzianità aziendale o contributiva, di dirigenti e lavoratori parasubordinati per i quali non è prevista l'indennità.

Tavola 9.4

Trattamento in caso di sospensione dal lavoro (migliaia di persone, quote percentuali e mesi)				
CONTRATTO	Trattamento	Numero di lavoratori	% sul totale	Numero medio di mesi
A tempo indeterminato	CIG ordinaria	925	8,2	12
	CIG ordinaria e straordinaria	2.635	23,3	12
	CIG straordinaria	333	2,9	12
	CIG ordinaria edile	605	5,3	12
	CIG straordinaria edile	321	2,8	12
	Disoccupazione a requisiti pieni	5.259	46,5	3
	Disoccupazione a requisiti ridotti	341	3,0	3
	Fondo solidarietà banche	415	3,7	6
	Nessuno	468	4,1	–
	Totale	11.302	100,0	
A tempo determinato	CIG ordinaria	75	3,8	12
	CIG ordinaria e straordinaria	150	7,6	12
	CIG straordinaria	27	1,4	12
	CIG ordinaria edile	75	3,8	12
	CIG straordinaria edile	21	1,1	12
	Disoccupazione a requisiti pieni	786	39,9	3
	Disoccupazione a requisiti ridotti	287	14,6	3
	Nessuno	547	27,8	–
Totale	1.968	100,0		
Interinali (contratto di somministrazione)	CIG ordinaria	9	7,4	12
	CIG ordinaria e straordinaria	33	28,8	12
	CIG straordinaria	4	3,3	12
	CIG ordinaria edile	1	1,3	12
	CIG straordinaria edile	1	0,5	12
	Disoccupazione a requisiti pieni	17	14,5	3
	Disoccupazione a requisiti ridotti	12	10,8	3
	Nessuno	39	33,5	–
Totale	116	100,0		
Apprendisti	Disoccupazione a requisiti pieni	225	86,4	3
	Nessuno	35	13,6	–
Totale	260	100,0		
Collaboratori a progetto e altri autonomi parasubordinati	Nessuno	542	100,0	–
	Totale	542	100,0	
Totale		14.188		
	di cui: senza alcun trattamento	1.631	11,5	

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

Si considerano 14,2 milioni di lavoratori, comprendenti i dipendenti a tempo indeterminato del settore privato, tutti i dipendenti a tempo determinato e i cosiddetti lavoratori parasubordinati. Questi ultimi sono identificati con i collaboratori e gli altri lavoratori autonomi che dichiarano di lavorare per un solo committente, presso la sua unità produttiva e in orari prestabiliti. Le stime dei beneficiari sono per eccesso, in quanto si assume che tutti i lavoratori siano regolarmente impiegati. Tra i lavoratori che non hanno copertura vi sono 80.000 lavoratori autonomi parasubordinati (diversi dai collaboratori), la grande maggioranza dei circa 450.000 collaboratori e quasi 700.000 lavoratori a tempo determinato e interinali. È forte l'eterogeneità nel grado di copertura per tipologia contrattuale: sarebbero destinatari di trattamento (nel caso di sospensione o cessazione) circa il 96 per cento dei lavoratori a tempo indeterminato e quasi il 90 per cento degli apprendisti; la quota scenderebbe al 70 per cento circa tra i lavoratori a tempo determinato e a un valore ancora inferiore tra i lavoratori in somministrazione.

Tavola 9.5

Trattamento in caso di licenziamento (migliaia di persone, quote percentuali e mesi)				
CONTRATTO	Trattamento	Numero di lavoratori	% sul totale	Numero medio di mesi
A tempo indeterminato	Mobilità	2.864	25,3	22
	Disoccupazione a requisiti pieni	7.412	65,6	9
	Disoccupazione a requisiti ridotti	534	4,7	6
	Nessuno	492	4,3	–
	Totale	11.302	100,0	
A tempo determinato	Disoccupazione a requisiti pieni	940	47,8	9
	Disoccupazione a requisiti ridotti	402	20,4	6
	Nessuno	626	31,8	–
	Totale	1.968	100,0	
Interinali (contratto di somministrazione)	Disoccupazione a requisiti pieni	40	34,9	8
	Disoccupazione a requisiti ridotti	29	25,2	6
	Nessuno	46	39,9	–
	Totale	116	100,0	
Apprendisti	Disoccupazione a requisiti pieni	225	86,4	3
	Nessuno	35	13,6	–
	Totale	260	100,0	
Collaboratori a progetto e altri autonomi parasubordinati	Una tantum	93	17,2	1
	Nessuno	449	82,8	–
	Totale	542	100,0	
Totale		14.188		
	di cui: senza alcun trattamento	1.648	11,6	

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

Durata e importo del trattamento sono anch'essi differenziati per tipologia contrattuale. L'integrazione salariale può raggiungere l'80 per cento dell'ultima retribuzione e l'indennità ordinaria il 60 per cento; ad entrambe si applicano tuttavia massimali che, se pur rivalutati annualmente, hanno nel tempo perso valore relativamente alle retribuzioni medie. Nel 2009 ai dipendenti in CIG o che beneficiano dell'indennità di disoccupazione ordinaria è riconosciuto un trattamento massimo lordo di 886 euro al mese per i dipendenti con retribuzione mensile inferiore a 1.917 euro e di 1.065 euro per coloro che superano tale soglia. Dal 1995 al 2008, in rapporto alle retribuzioni lorde di fatto medie del settore privato non agricolo, gli importi massimi sono scesi dal 46 al 40 per cento per il massimale inferiore e dal 55 al 48 per il livello superiore.

Su un totale di 10,6 milioni di lavoratori dipendenti a tempo pieno coperti dal sistema degli ammortizzatori sociali, si stima che, in caso di disoccupazione, 7,8 milioni percepirebbero il trattamento massimo stabilito dalla normativa. I massimali sarebbero raggiunti dal 79 per cento dei lavoratori a tempo indeterminato e dal 32 per cento di quelli a termine in caso di licenziamento. Secondo nostri esercizi di simulazione, che risentono di elevati margini di approssimazione, se le previsioni correnti sull'andamento dell'occupazione dovessero essere confermate, nel 2009 il complesso delle retribuzioni nel settore privato potrebbe ridursi del 3 per cento circa in termini nominali. I trasferimenti derivanti da CIG e indennità di disoccupazione, così come ampliati dai provvedimenti del Governo, compenserebbero circa la metà della perdita.

La perdita del lavoro comporta costi elevati per il singolo lavoratore anche nei casi in cui questi trovi una nuova occupazione. Secondo uno studio condotto in Banca d'Italia su dati dell'INPS, nella transizione tra l'impiego perso e il nuovo, un lavoratore subisce in genere una consistente riduzione

salariale, crescente con la durata del rapporto di lavoro interrotto: da un valore minimo del 3 per cento, la perdita salirebbe di 1,2 punti percentuali per ogni anno di durata del precedente impiego. In media, occorrerebbero circa quattro anni per recuperare l'iniziale riduzione salariale.

La mancanza di lavoro e la condizione di sottooccupazione costituiscono fattori rilevanti nel determinare la condizione di povertà di un individuo. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sui bilanci familiari, nel 2006 quasi tutte le persone che vivevano in famiglie in cui non vi erano percettori di redditi da lavoro o pensione erano povere (esse rappresentano circa il 7 per cento del totale delle persone povere; tav. 9.6); nelle famiglie in cui erano presenti solo lavoratori "atipici", l'incidenza della povertà era del 47 per cento (20,5 per cento del totale). In Italia non si dispone di uno strumento assistenziale che intervenga nei casi in cui i redditi da lavoro o altri trasferimenti pubblici collegati alla condizione lavorativa non siano sufficienti al raggiungimento di standard minimi di reddito o consumo. Gli istituti esistenti, non sempre ben disegnati al fine di alleviare il disagio delle persone più bisognose, trasferiscono alle famiglie povere un ammontare di risorse modesto nel confronto internazionale. Gli interventi attuati nell'ultimo anno sono volti a contrastare la diffusione della povertà in una fase economica difficile. È stata avviata una riflessione sulle politiche sociali che può condurre a riforme di portata più ampia.

Tavola 9.6

Situazione economica delle persone e condizione lavorativa delle famiglie di appartenenza, nel 2006 (quote percentuali)			
FORME DI IMPIEGO DEI COMPONENTI DELLA FAMIGLIA (1)	Quota sulla popolazione totale	Quota sulla popolazione a basso reddito	Incidenza delle persone a basso reddito
Esclusivamente impieghi tradizionali	52,0	40,4	15,5
1 occupato	28,4	36,1	25,3
2 o più occupati	23,6	4,3	3,6
Impieghi tradizionali e impieghi atipici	15,9	4,8	6,0
Meno di 1/3 in impieghi atipici	8,2	3,0	7,2
1 occupato (2)	—	—	—
2 o più occupati	7,8	3,0	7,6
Oltre 1/3 in impieghi atipici	7,7	1,8	4,7
1 occupato (2)	—	—	—
2 o più occupati	7,6	1,8	4,8
Esclusivamente impieghi atipici	8,7	20,5	47,0
Esclusivamente a termine	4,7	14,5	62,1
1 occupato	3,8	12,1	62,9
2 o più occupati (2)	—	—	—
Altre combinazioni in impieghi atipici	4,0	5,9	29,5
1 occupato	2,7	4,1	29,7
2 o più occupati (2)	—	—	—
Nessuna occupazione	23,4	34,4	29,2
Nessun reddito da pensione	1,4	6,8	95,2
Presenza di redditi da pensione	22,0	27,6	25,0
Totale	100,0	100,0	19,9

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, *Archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane* (IBFI-AS) (versione 5.0, febbraio 2008) cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*; ponderazione per individuo; scala di equivalenza dell'OCSE modificata.
(1) Sono inclusi tra gli impieghi atipici le posizioni lavorative a termine e interinali, i rapporti di collaborazione coordinata e continuativa e le occupazioni a tempo parziale dipendenti e indipendenti (definite come quelle in cui le ore lavorate sono meno di 18 alla settimana). Sono considerati impieghi tradizionali i rimanenti. Le varie forme di impiego sono aggregate, per le persone con più occupazioni e per le famiglie, sulla base delle ore lavorate. — (2) Valori non riportati perché la tipologia familiare comprende meno di 100 osservazioni campionarie.

Tra le misure previste nell'ultimo anno vi sono l'istituzione della "Carta Acquisti" e, in via temporanea, del "Bonus famiglia". Il primo strumento è destinato ai cittadini con oltre 65 anni e ai bambini fino a 3 anni, che vivano in famiglie che soddisfino requisiti reddituali e ISEE nel complesso molto stringenti. Consiste in un buono spesa in forma di carta prepagata per l'acquisto principalmente di beni alimentari e per il pagamento delle utenze energetiche del valore di 40 euro mensili. Il "Bonus famiglia" è un trasferimento monetario alle famiglie con redditi da lavoro o da pensione inferiori a determinate soglie. L'ammontare del trasferimento è crescente con il numero dei componenti, secondo criteri appositamente definiti: va da un minimo di 200 euro annui per un pensionato solo, a 600 euro per le famiglie con 5 persone; è di 1.000 euro per le famiglie con 6 o più componenti o che includano un portatore di handicap. Sono escluse le famiglie che non abbiano percettori di redditi da lavoro dipendente o da pensione, sovrapponendosi così allo strumento degli assegni familiari. Nell'insieme queste misure risultano effettivamente indirizzate a famiglie in stato di bisogno, ma rendono ancora più frammentario il sistema di sostegno ai redditi e non raggiungono una quota rilevante della popolazione con risorse insufficienti; l'impegno finanziario complessivamente modesto (0,2 per cento del PIL secondo gli stanziamenti previsti) non è in grado di ridurre in maniera significativa l'incidenza della povertà. Altri interventi sono stati adottati a livello regionale.

Nel maggio di quest'anno il Ministero del Lavoro, della salute e delle politiche sociali ha pubblicato il Libro bianco sul futuro del modello sociale La vita buona nella società attiva. Tra le direttrici di riforma indicate, si ipotizza a regime un sistema di protezione del reddito organizzato su due pilastri: uno pubblico, che preveda per i lavoratori subordinati un trattamento modellato sull'attuale indennità di disoccupazione e per i lavoratori indipendenti cosiddetti parasubordinati un'indennità di reinserimento a tantum; l'altro, privato e fiscalmente incentivato, che si svilupperebbe attraverso la diffusione degli enti bilaterali, ovvero di organismi previsti dalla contrattazione collettiva promossi dalle parti sociali. Il contrasto alla povertà e all'esclusione sociale, laddove altre soluzioni, in particolare l'accesso al mercato del lavoro, si rivelino inefficaci, potrebbe avvenire con forme di integrazione del reddito di ultima istanza, che tengano conto delle caratteristiche del nucleo familiare e siano collegate a percorsi di uscita dall'area di disagio. La realizzazione di questi obiettivi è collocata dal Libro bianco in un orizzonte di lungo periodo, non ritenendola praticabile nell'attuale contesto economico.

10. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE POLITICHE STRUTTURALI E TERRITORIALI

Con la recessione mondiale iniziata nel 2008 il valore aggiunto e la produttività del lavoro nei principali comparti manifatturieri, che nel periodo 2006-07 avevano registrato un'espansione significativa dopo un quinquennio di arretramento, sono nuovamente diminuiti. Gli effetti della crisi sono più intensi per le imprese manifatturiere più propense all'esportazione e per quelle di dimensioni minori.

La crisi internazionale rende più pressante l'esigenza di affrontare i problemi strutturali che affliggono la nostra economia. La ridotta dimensione media delle imprese limita le capacità di innovazione e di penetrazione nei mercati esteri, rendendo il sistema produttivo più vulnerabile ai cambiamenti che caratterizzano l'economia mondiale da oltre un decennio. La concorrenza, che nella manifattura ha generato significativi miglioramenti di efficienza, rimane limitata in importanti settori come i servizi pubblici locali e quelli professionali. La proprietà delle imprese continua a presentare un'elevata concentrazione e una limitata contendibilità. Permangono inalterati nel Mezzogiorno la bassa qualità media dei servizi pubblici, il cattivo funzionamento del mercato del lavoro, la minore efficacia delle politiche pubbliche.

L'attività di impresa è ostacolata da difetti del quadro normativo e regolamentare. Nonostante i progressi realizzati sul piano della semplificazione, i costi derivanti dalla regolamentazione restano elevati e presentano significative differenze territoriali. Sulla nuova legislazione pesa l'inadeguatezza dell'analisi di impatto; la normativa è frequentemente opaca, disorganica e frammentaria. Le inefficienze della giustizia civile continuano a comportare costi elevati per le imprese.

Le dinamiche settoriali

La crisi finanziaria mondiale, che si è estesa all'economia reale nel corso del 2008, ha bruscamente interrotto una fase di ripresa dell'economia italiana. L'industria manifatturiera, che nel periodo 2001-05 aveva registrato una contrazione media annua del valore aggiunto dello 0,8 per cento, nel biennio successivo aveva segnato un netto recupero (2,7 per cento); la produttività del lavoro, misurata dal valore aggiunto al costo dei fattori per unità di lavoro, era diminuita dello 0,4 per cento all'anno nella prima metà del decennio, ma era cresciuta dell'1,7 per cento all'anno nel periodo 2006-07. Il miglioramento, più accentuato nel settore dei mezzi di trasporto e in quello delle macchine e apparecchi meccanici, era evidente anche nei settori tradizionali dell'abbigliamento, del cuoio e delle calzature, ritornati a dinamiche lievemente positive dal 2006 in poi. Tra i servizi, dove complessivamente il tasso di crescita medio annuo del

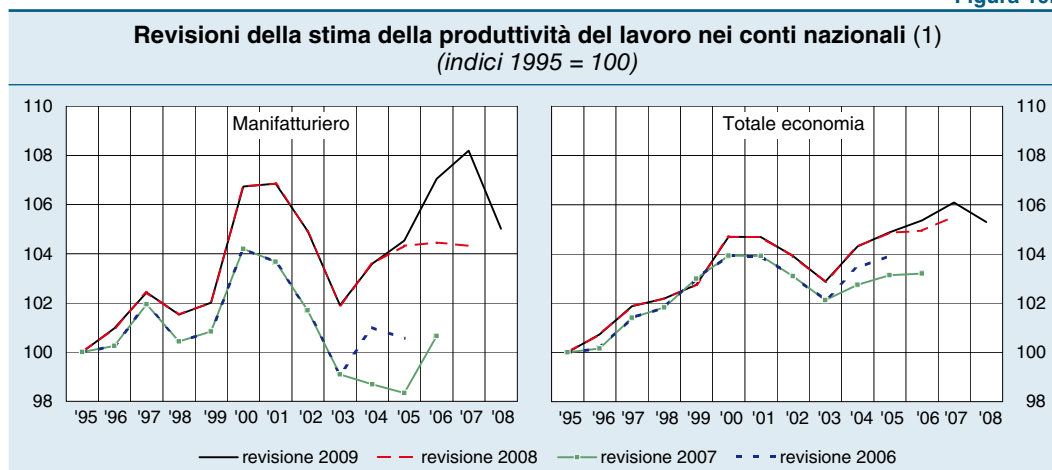
valore aggiunto era salito dall'1,2 per cento nel periodo 2001-05 all'1,8 nel biennio successivo, l'accelerazione più forte era stata registrata nel settore del credito e delle assicurazioni (tav. 10.1).

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 2008 (1)	Valore aggiunto (2)					Produttività (3)				
		1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007	2008	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007	2008
INDUSTRIA	27,4	0,9	1,1	0,1	2,1	-2,7	2,6	1,0	-0,4	0,8	-1,3
Industria in senso stretto	21,1	1,5	1,1	-0,5	2,4	-3,2	3,6	1,3	-0,1	1,5	-1,5
Estrattive	0,4	1,5	1,9	-3,0	1,2	-4,1	7,6	2,9	-3,3	3,9	-2,1
Attività manifatturiere	18,5	1,6	1,1	-0,8	2,7	-4,6	3,7	1,3	-0,4	1,7	-2,9
Alimentari	1,9	1,6	2,2	-1,0	1,2	-1,0	1,9	2,8	-0,9	-0,3	0,4
Tessile e abbigliamento	1,5	1,6	-0,5	-3,6	-0,5	-0,7	5,3	2,8	-1,2	3,0	-3,1
Cuoio e calzature	0,6	1,8	-2,5	-3,6	0,7	-5,9	4,5	-0,6	0,6	0,7	-9,7
Legno	0,4	0,9	2,8	-2,3	0,5	-6,3	2,6	3,8	-0,4	1,8	-7,5
Carta, stampa ed editoria	1,1	1,5	1,0	-0,9	0,5	-1,8	3,2	1,3	-0,5	0,8	-3,1
Coke e prodotti petroliferi	0,4	9,7	-9,7	-8,7	-3,2	-14,8	12,1	-10,7	-7,8	-5,4	-12,9
Chimica	1,2	1,0	1,7	-0,5	0,5	-1,4	5,0	1,9	..	0,3	-0,5
Gomma e plastica	0,7	3,3	2,7	-0,5	0,8	-5,0	2,8	..	1,1	1,8	-0,3
Minerali non metalliferi	0,9	-0,7	1,5	0,5	0,8	-5,6	3,4	1,8	0,4	0,5	-6,2
Metallurgia e prod. in metallo	3,3	3,6	1,6	1,2	5,4	-5,2	5,3	0,2	0,2	1,4	-0,8
Meccanica	2,6	1,9	2,2	0,7	5,4	-5,5	2,7	0,4	-0,7	3,9	-2,5
Elettromeccanica	1,8	1,4	1,9	0,1	3,0	-7,4	3,4	1,5	-0,5	0,7	-5,0
Mezzi di trasporto	1,0	-4,0	1,2	-3,5	8,2	-7,3	..	1,7	-1,7	4,2	-2,5
Altre industrie manifatturiere	1,0	3,1	0,5	-1,8	1,0	-3,3	2,9	1,2	-1,6	2,5	-1,0
Energia, gas e acqua	2,2	0,7	0,1	2,4	0,6	10,4	2,9	2,9	4,4	-0,4	12,5
Costruzioni	6,3	-1,8	1,0	2,8	0,9	-1,2	-1,3	..	-0,5	-1,3	-0,6
SERVIZI	72,6	1,4	2,0	1,2	1,8	-0,3	1,5	0,5	..	0,4	-0,8
di cui:											
Commercio	11,2	1,8	0,8	..	1,4	-3,0	3,5	0,4	-0,4	0,3	-2,6
Alberghi e ristoranti	3,9	2,1	3,8	-1,0	2,8	-0,5	1,3	1,4	-3,3	2,3	..
Trasporti e comunicazioni	7,5	3,5	4,3	3,4	1,7	-0,7	4,5	2,2	2,4	..	-0,9
Credito e assicurazioni	5,4	1,6	3,0	1,2	8,7	2,7	1,5	3,4	0,9	5,9	2,2
Servizi a imprese e famiglie	23,3	0,9	2,5	1,7	1,3	0,3	-0,6	-3,3	-1,7	-1,4	-1,9
TOTALE	100,0	1,3	1,7	0,9	1,9	-0,9	1,9	0,7	-0,1	0,5	-0,9

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.

Questo quadro recepisce per il 2006-07 la revisione delle stime di contabilità nazionale diffuse lo scorso marzo dall'Istat. Rafforzando le revisioni apportate negli anni precedenti, la dinamica del valore aggiunto, della produttività e della competitività di costo nel settore manifatturiero risulta ora decisamente migliore, anche se ancora largamente inferiore a quella registrata in Francia e in Germania. La ripresa del settore, che nei dati disponibili fino al 2006 appariva incerta, risulta invece avviata nel 2004 e proseguita più vivacemente fino alla recente crisi economica e finanziaria. A fronte di rettifiche marginali negli altri settori, con la sola eccezione delle costruzioni nel 2007, la dinamica della produttività del lavoro nel totale dell'economia è stata rivista al rialzo di 0,4 punti percentuali nel 2006 e di 0,1 nel 2007 (fig. 10.1).



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

(1) La produttività del lavoro è misurata come valore aggiunto al costo dei fattori per unità di lavoro (quantità a prezzi concatenati).

Nel settore manifatturiero il valore aggiunto per unità di lavoro nel biennio 2006-07 risulta ora in crescita dell'1,7 per cento all'anno, mentre appariva stagnante nei dati pubblicati lo scorso anno. Si è di conseguenza fortemente attenuata la perdita di competitività di prezzo dei prodotti italiani, con un aumento medio annuo del CLUP rivisto dal 2,6 all'1,1 per cento. Con riferimento al valore aggiunto per ora lavorata, tra il 2001 e il 2007 la produttività manifatturiera sarebbe cresciuta dell'1,2 per cento all'anno secondo i dati dell'indagine della Banca d'Italia (Invind), dello 0,4 secondo i conti nazionali; parte della differenza è presumibilmente imputabile alle imprese con meno di 20 addetti, incluse nei conti nazionali ma non in Invind.

La violenta crisi internazionale ha determinato una netta inversione ciclica nel 2008. Il settore manifatturiero ha immediatamente risentito del brusco calo del commercio mondiale: rispetto al 2007, il valore aggiunto si è contratto nella media dell'anno del 4,6 per cento e la produttività del lavoro del 2,9, con una caduta rispettivamente del 9,4 e del 7,4 per cento nel quarto trimestre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Riduzioni considerevoli del valore aggiunto sono state registrate nei settori produttori di beni di investimento, in particolare nei mezzi di trasporto (-7,3 per cento), nell'elettromeccanica (-7,4) e nella meccanica (-5,5); tra le produzioni tradizionali, il valore aggiunto è diminuito di circa il 6 per cento nel settore del legno e dei mobili e in quello del cuoio e delle calzature.

Le imprese

Secondo i dati delle Camere di commercio, nel 2008 il numero di imprese è aumentato dello 0,6 per cento rispetto all'anno precedente, frutto di oltre 374.000 cessazioni e 410.000 nuove iscrizioni. La riduzione del tasso di crescita del numero di imprese, che si è collocato su un valore storicamente basso, sembra essere più la prosecuzione di una tendenza pregressa, in atto dal 2006, che l'effetto direttamente imputabile alla crisi economica e finanziaria. Gli effetti di quest'ultima sono invece visibili nei dati relativi al primo trimestre del 2009, che segnalano l'aggravarsi delle difficoltà di sopravvivenza delle imprese: il numero di nuove procedure fallimentari, pari a 2.600, risulta superiore di oltre un terzo rispetto a quello registrato nell'intero

2007; si tratta di 43 casi ogni mille imprese, rispetto ai 30 dello stesso periodo del 2008 e ai 37 del quarto trimestre del 2008.

La crisi ha colpito il sistema produttivo italiano in una fase di profonda ristrutturazione, innescata dalle maggiori pressioni concorrenziali che sono discese dalla globalizzazione, dall'integrazione dei mercati europei e dalla rivoluzione tecnologica. La ristrutturazione, più intensa nel settore manifatturiero, si è caratterizzata per il processo di riallocazione di risorse in favore delle imprese più efficienti e per i mutamenti delle strategie aziendali, con una maggior attenzione verso il marchio, la qualità dei prodotti e l'internazionalizzazione della produzione (cfr. *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, Banca d'Italia, «Questioni di economia e finanza», n. 45, 2009).

Elaborazioni sui dati di Inwind, estesi anche alle imprese dei servizi privati non finanziari, indicano che la diffusione e l'intensità della crisi sono maggiori nel settore manifatturiero e nelle imprese più propense all'esportazione; le difficoltà si sono poi velocemente estese alle aziende più piccole, soprattutto se subfornitrici di imprese di maggiore dimensione, e a quelle più indebitate, che si confrontano con inasprite condizioni di finanziamento nei mercati e presso le banche (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Più al riparo dalla contrazione della domanda sono le aziende operanti nei servizi di pubblica utilità e della grande distribuzione commerciale o su commesse pubbliche.

Secondo interviste approfondite a un ristretto numero di imprenditori e manager, la crisi graverebbe in particolare sui subfornitori di piccola e media dimensione, a cui le imprese committenti, più grandi, tenderebbero a tagliare gli ordinativi prima di ridurre la produzione interna e a utilizzare il maggior potere di contrattazione per acquisire beni intermedi a condizioni più vantaggiose o con più lunghe dilazioni di pagamento. Ciò potrebbe portare a un consolidamento all'interno dei settori, ma anche a una perdita delle competenze specialistiche detenute dai subfornitori.

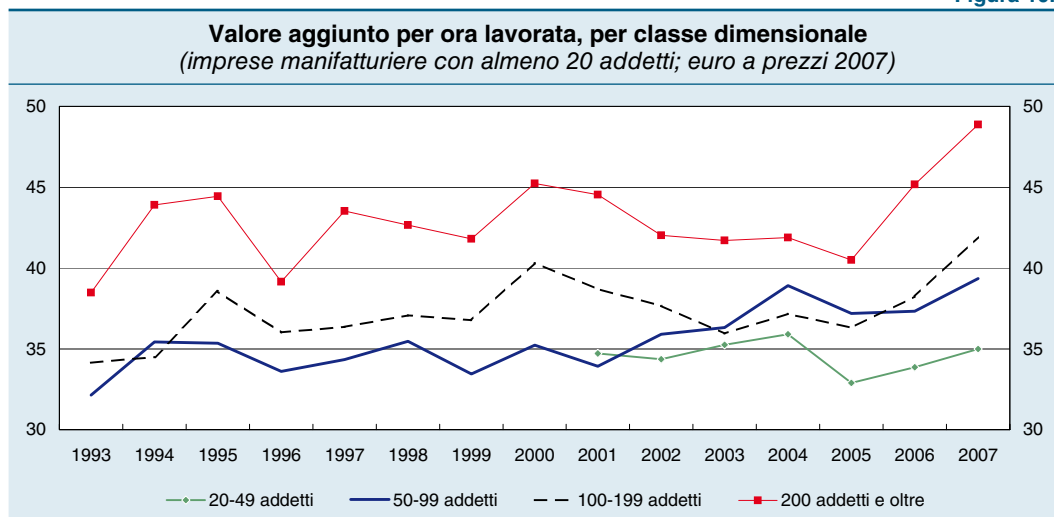
La crisi potrebbe mettere a rischio la sopravvivenza di aziende competitive dal punto di vista industriale, ma finanziariamente indebolite. Secondo i dati di Inwind, circa metà delle imprese ha modificato la propria strategia competitiva nel periodo 2000-06; in media, queste hanno risentito in misura più contenuta degli effetti della crisi economica e finanziaria e, facendo leva sul rinnovamento e miglioramento qualitativo dei prodotti, prevedono un andamento del fatturato nel 2009 meno negativo. Tuttavia, quasi un quinto di esse presenta un livello di indebitamento elevato, anche per gli investimenti effettuati nel processo di ristrutturazione.

La dimensione delle imprese italiane, ridotta nel confronto internazionale, in passato ha spesso garantito la flessibilità necessaria a fronteggiare i cambiamenti della domanda mondiale. Tuttavia, essa appare oggi un fattore di debolezza, anche in condizioni normali del ciclo economico: imprese particolarmente piccole faticano ad assorbire gli elevati costi fissi connessi con l'attività di esportazione e di innovazione. Ne consegue una relazione positiva tra dimensione di impresa, da un lato, e livello e dinamica della produttività, dall'altro.

Secondo i dati di Inwind per il settore manifatturiero, nella media del periodo 2001-07 il valore aggiunto per ora lavorata delle imprese con 20-49 addetti risulta inferiore del 20 per cento a quello delle imprese con oltre 200 addetti, del 10 rispetto a quello delle imprese con 50-199 addetti; tra il 2005 e il 2007 la crescita media annua della produttività oraria è stata del 3,1 per cento nelle imprese più piccole, del 9,8 in quelle più grandi (fig. 10.2). Analoghe differenze si osservano per la produttività totale dei fattori, una misura che approssima le capacità innovative e organizzative alla base dell'efficienza produttiva, il cui miglioramento nel biennio 2006-07, dopo un decennio di stagnazione, rifletterebbe la riallocazione di quote di valore aggiunto verso le imprese più efficienti.

La peculiarità dimensionale italiana è solo in parte attribuibile alla specializzazione settoriale più sbilanciata verso produzioni tradizionali. Secondo nostre stime econometriche per 15 settori in 15 paesi dell'OCSE, il capitale sociale, inteso come grado di fiducia prevalente all'interno della società, e l'efficienza del sistema giudiziario risultano essere determinanti statisticamente significative della dimensione media di impresa. Tenendo conto di specificità settoriali e di paese, le stime suggeriscono che a livelli di capitale sociale elevati come quelli che si osservano nei paesi scandinavi si assocerebbe una dimensione media delle imprese quasi doppia rispetto a quella attuale. Risultati analoghi si ottengono ripetendo l'analisi per le regioni italiane.

Figura 10.2

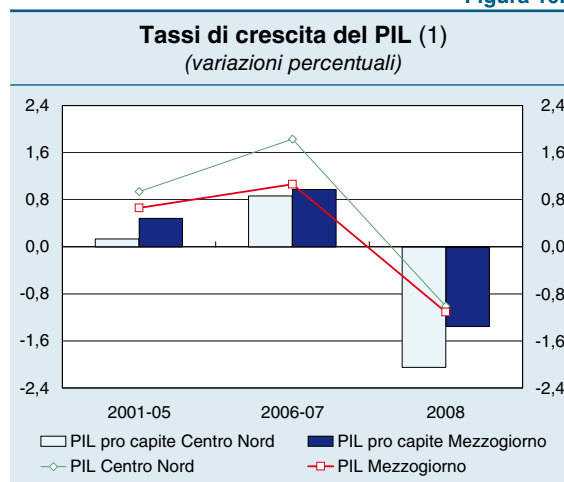


Fonte: elaborazioni su dati Invind e Centrale dei bilanci.

Le dinamiche territoriali

Tra il 2001 e il 2008 il prodotto in termini reali è cresciuto in media all'anno dello 0,8 per cento al Centro Nord e dello 0,4 per cento nel Mezzogiorno (cfr. *L'economia delle regioni italiane nell'anno 2008*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione): il divario di crescita a sfavore del Mezzogiorno, di entità modesta nel quinquennio 2001-05, si è ampliato nel biennio successivo (fig. 10.3). Nel 2008, nonostante la tradizionale maggiore sensibilità al ciclo del sistema produttivo settentrionale, la contrazione del prodotto è stata, nelle stime della Svimez, pari a un punto percentuale al Centro Nord e lievemente più accentuata (-1,1 per cento) nel Mezzogiorno, dove il prodotto dell'industria è calato in misura più marcata (-3,2 per cento, a fronte del -2,6 del Centro Nord). La più intensa riduzione dei consumi finali interni meridionali (-0,8 con-

Figura 10.3



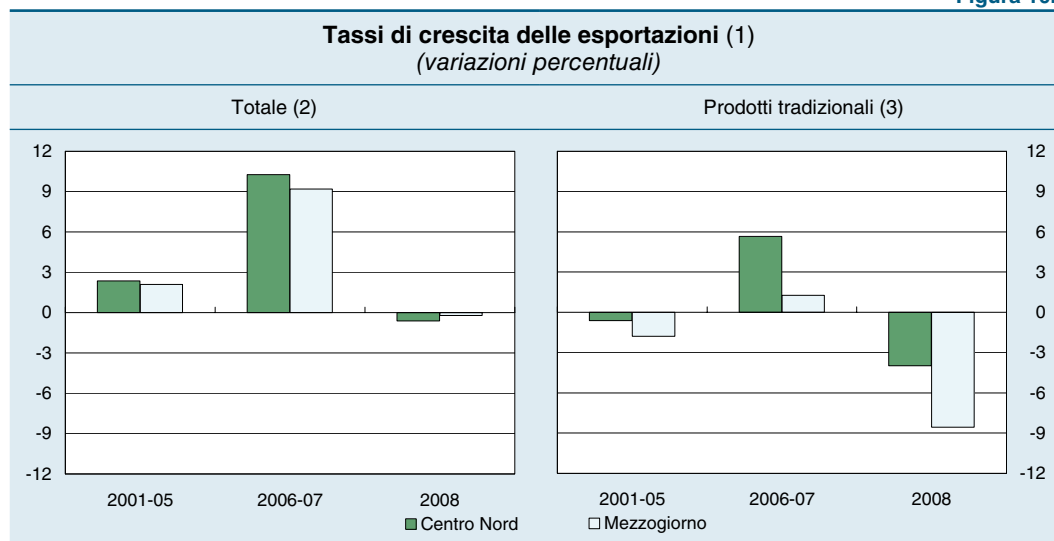
Fonte: Istat, *Conti economici territoriali*, per gli anni dal 2001 al 2007; stime Svimez per il 2008.
(1) Valori a prezzi concatenati. Tassi di crescita medi annui per i periodi 2001-05 e 2006-07.

tro -0,5 per cento) è dovuta a una più ampia contrazione della spesa delle famiglie, a fronte di una dinamica analoga (0,6 per cento) di quella delle Amministrazioni pubbliche. Il calo degli investimenti fissi lordi è stato lievemente superiore al Centro Nord (-3,0 per cento contro -2,8).

In termini di PIL pro capite il divario tra il Centro Nord e il Mezzogiorno è rimasto sostanzialmente stabile; nel periodo 2001-08 il prodotto per abitante del Mezzogiorno si è attestato attorno al 57 per cento di quello relativo al Centro Nord, risentendo della più forte crescita della popolazione in quest'area (0,8 per cento in media all'anno, a fronte dello 0,2 per cento nel Mezzogiorno).

Tra il 2001 e il 2008 le esportazioni a prezzi correnti, esclusi i prodotti petroliferi, sono cresciute in media all'anno a un tasso lievemente più elevato al Centro Nord (3,9 per cento contro 3,4 nel Mezzogiorno); nel Centro Nord la loro incidenza sul prodotto dell'area è circa tre volte quella delle regioni meridionali. Il divario di crescita delle esportazioni tra le due aree, ampliatisi nel biennio 2006-07, si è ridotto nel 2008, quando le esportazioni sono calate di mezzo punto percentuale al Centro Nord, restando sostanzialmente stazionarie nel Mezzogiorno (fig. 10.4). Nei settori tradizionali (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature e altri prodotti manifatturieri, che includono i mobili), maggiormente esposti alla concorrenza dei paesi di recente industrializzazione e a più basso costo del lavoro, la dinamica delle esportazioni meridionali ha continuato a mostrare andamenti più sfavorevoli che nel resto del Paese.

Figura 10.4



Fonte: Istat, *Le esportazioni delle regioni italiane*.

(1) Valori a prezzi correnti. Tassi di crescita medi per i periodi 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).

Gli assetti proprietari e di controllo

Società non quotate. – Le imprese industriali non quotate italiane mostrano assetti proprietari sostanzialmente stabili nel tempo. La proprietà è assai concentrata ed è rafforzata spesso dalla presenza di clausole di gradimento nello statuto e di patti di sindacato tra i soci (oltre il 40 per cento nel 2008). Circa i due terzi si definiscono a controllo fa-

miliare. Questo modello di controllo è più diffuso tra le imprese di dimensione minore, tra quelle che operano nei settori tradizionali e tra quelle localizzate nel Mezzogiorno.

Nell'ultimo decennio, in media ogni anno il 3 per cento delle imprese manifatturiere ha registrato un cambiamento del controllo. Circa un terzo di questi trasferimenti è avvenuto all'interno della stessa famiglia.

Secondo i dati di Invind, tra il 2004 e il 2006 nelle imprese industriali con almeno 50 addetti i trasferimenti del controllo legati agli avvicendamenti generazionali sono cresciuti significativamente determinando una riduzione dell'età media dei controllanti. Nel 2008 il 53 per cento delle imprese familiari risultava controllato dal fondatore e il 42 da un discendente; solo il 5 da un manager non collegato alla famiglia. Rispetto a quelle non interessate da trasferimenti, le imprese che nel decennio sono state oggetto di un mutamento di controllo sono mediamente di maggiori dimensioni. Il confronto tra le imprese scambiate "sul mercato" e quelle che hanno sperimentato un trasferimento infra-familiare segnala che i due fenomeni hanno caratteristiche diverse: nel primo caso il trasferimento si ricollega a difficoltà delle imprese stesse (è più frequente per quelle che sperimentano una minore crescita del fatturato e realizzano minori investimenti), nel secondo sembra associato al ricambio generazionale.

Analisi econometriche relative al periodo 1996-2007 mostrano come l'incertezza sulla domanda attesa riduca gli investimenti delle imprese familiari in misura significativamente superiore rispetto a quelli delle altre. L'effetto è più elevato se il controllo è esercitato direttamente da una persona fisica e al crescere della quota di controllo.

Società quotate. – Il sistema della governance delle società quotate italiane ha subito nel corso degli ultimi anni rilevanti modifiche. Sotto il profilo istituzionale, il quadro legislativo e le forme di autoregolamentazione sono stati avvicinati alle migliori prassi internazionali. La complessità e l'opacità degli assetti di controllo si sono ridotte. È migliorato il grado di tutela degli azionisti di minoranza.

Un segnale dei mutamenti è l'accresciuta presenza nel capitale delle società italiane di investitori istituzionali, in particolare di quelli stranieri. Tuttora modesta è però la loro partecipazione alle assemblee societarie.

Dal 1998 al 2007 la percentuale di società partecipate da investitori istituzionali stranieri con quote superiori al 2 per cento è significativamente cresciuta, passando dal 25 al 51 per cento (nel 2008 la percentuale è scesa al 42 per cento, probabilmente in conseguenza delle politiche di disinvestimento attuate dagli investitori in risposta alla crisi finanziaria). La crescita ha riguardato in particolare le società non finanziarie; la partecipazione nelle banche, già inferiore rispetto alle altre società, si è invece ridotta.

Elaborazioni relative al biennio 2007-08 sulla partecipazione alle assemblee delle società detenute in portafoglio da parte di alcuni tra i maggiori investitori istituzionali europei segnalano rilevanti differenze di comportamento nei vari paesi. In Italia gli investitori prendono parte alle assemblee nel 46 per cento dei casi, mentre in Francia e in Germania tale percentuale sale al 99 per cento. Nel Regno Unito i casi di mancata partecipazione sono sporadici. Tra gli ostacoli alla partecipazione alle assemblee delle società italiane segnalati dagli investitori figurano la carenza di informazioni tempestive agli azionisti, il vincolo posto da alcune società alla negoziazione delle azioni registrate per il voto e le formalità del voto per delega.

La struttura proprietaria continua invece a caratterizzarsi per una ridotta contendibilità. La concentrazione della proprietà permane in media elevata e il ruolo dei controllanti di maggiore rilievo, famiglie e settore pubblico, risulta in crescita. Nelle società a controllo coalizionale, in linea di principio maggiormente contendibili, gli assetti di controllo risultano rafforzati per il tramite degli amministratori condivisi, soprattutto nelle società a maggiore capitalizzazione.

Nel periodo 1998-2007, in controtendenza rispetto ai principali paesi dell'Europa continentale, il numero di società quotate controllate da famiglie è cresciuto dal 56 al 64 per cento; il loro peso in termini

di capitalizzazione è passato dal 14 al 23 per cento. Negli stessi anni, sebbene la percentuale di società controllate dal settore pubblico sia rimasta stabile, il loro peso in termini di capitalizzazione è cresciuto significativamente (dal 17 al 29 per cento). Ciò è ascrivibile, da un lato alla progressiva cessione sul mercato da parte dello Stato di quote di società in cui mantiene stabilmente il controllo, dall'altro alla recente quotazione di numerose società controllate da enti pubblici locali che operano nel settore delle public utilities.

Il 90 per cento delle società dell'indice S&P-MIB40 hanno amministratori in comune. Tali legami riflettono gli intrecci negli assetti proprietari: una quota rilevante di essi è associata al controllo coalizionale esercitato su alcune società (Mediobanca, Pirelli & C, Assicurazioni Generali, Telecom Italia) da soggetti che a loro volta controllano alcune tra le maggiori società quotate.

Sotto il profilo regolamentare, il previsto recepimento della direttiva sull'esercizio dei diritti degli azionisti (direttiva CE 11 luglio 2007, n. 36), il cui obiettivo principale è favorire l'esercizio informato del diritto di voto, dovrebbe contribuire ad accrescere ulteriormente la partecipazione al capitale degli investitori istituzionali e il loro attivismo. Ulteriori rafforzamenti della tutela degli azionisti di minoranza potrebbero derivare dall'applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate il cui regolamento di attuazione è ancora in attesa di emanazione.

Le privatizzazioni. – Nel corso del 2008 il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) ha ceduto alla CAI (Compagnia Aerea Italiana) S.p.a. la propria quota di controllo nell'Alitalia dietro il corrispettivo di 1.052 milioni di euro. Le attività non cedute alla CAI sono confluite in una "bad company" che, posta in amministrazione straordinaria, ha il compito di cederle gradualmente a beneficio dei creditori dell'Alitalia. Nel dicembre del 2008 la AP Holding, società controllata dal Gruppo Toto, e la CAI hanno raggiunto l'accordo per il passaggio a quest'ultima della proprietà di Air One; la CAI ha così proceduto all'integrazione di Air One, che ha conferito l'intera flotta, con gli asset rilevati da Alitalia, dando vita alla nuova compagnia aerea. Il network congiunto delle due compagnie è attivo dal 13 gennaio e, fino al 30 giugno del 2009, potrà operare in deroga alle norme antitrust.

Avviato nel 2006, il processo di privatizzazione dell'Alitalia è stato lungo e travagliato. Nell'estate del 2007 si sono ritirati tutti i partecipanti all'asta bandita nel dicembre dell'anno precedente; in seguito alla riapertura dei termini nel settembre dello stesso anno, il 2 aprile 2008 si è conclusa negativamente anche la trattativa tra il Governo e Air France-KLM. Dopo la concessione di un prestito ponte di 300 milioni di euro per consentire lo svolgimento dell'ordinaria amministrazione, lo scorso ottobre una cordata di imprenditori e banche italiane ha presentato un'offerta vincolante al fine di rilevare il marchio e le attività della vecchia Alitalia. A favore del personale non assunto dalla CAI e non riasorbito in altre attività è stata prevista l'applicazione della legge 27 ottobre 2008, n. 166 (conversione del decreto legge 28 agosto 2008, n. 134), che estende la legge 18 febbraio 2004, n. 39 (cosiddetta legge Marzano) alla ristrutturazione di grandi imprese in crisi industriale e non solo finanziaria e prevede il ricorso agli ammortizzatori sociali per sette anni (48 mesi di Cassa integrazione e guadagni e 36 mesi di indennità di mobilità) come misura di sostegno per i lavoratori in esubero.

Il 12 gennaio scorso Alitalia e Air France-KLM hanno raggiunto un accordo per avviare una nuova partnership strategica, suggellata dall'acquisizione da parte della compagnia francese di una quota di minoranza in Alitalia. Dopo l'approvazione dell'Antitrust, Air France-KLM ha sottoscritto un aumento di capitale riservato di 323 milioni di euro, a cui corrisponde una quota del 25 per cento nella nuova Alitalia. L'accordo prevede che fino al 12 gennaio 2013 nessun azionista italiano potrà trasferire azioni al di fuori del gruppo di azionisti di Alitalia o di Air France-KLM (lock-up). Durante il quinto anno il trasferimento di azioni a terzi sarà possibile, ma solo a condizione che gli altri azionisti non abbiano esercitato i propri diritti di prelazione e che il trasferimento sia approvato dal consiglio di amministrazione di Alitalia. L'accordo di lock-up non sarà più valido solo nel caso di una quotazione in borsa, possibile a partire dal terzo anno.

La Corte di giustizia europea ha recentemente dichiarato la normativa italiana relativa ai criteri di esercizio dei poteri speciali dello Stato nelle società privatizzate

(*golden share*) incompatibile con i principi comunitari in materia di libertà di stabilimento e di libera circolazione di capitali.

Tali poteri speciali sono previsti negli statuti di Enel, ENI, Finmeccanica e Telecom Italia. Secondo la sentenza i criteri individuati dalla disciplina italiana sarebbero generici e imprecisi e non consentirebbero di determinare le situazioni che ne consentono l'esercizio, lasciando un ampio potere discrezionale alle autorità italiane. Per superare i profili di incompatibilità occorrerebbe modificare l'attuale normativa indicando in dettaglio le circostanze specifiche e oggettive in presenza delle quali è consentito l'utilizzo dei poteri speciali.

I servizi di pubblica utilità e i servizi professionali

Secondo gli indicatori dell'OCSE, in Italia il livello di regolamentazione in alcuni settori, in particolare del terziario, rimane tra i più elevati. L'insufficiente intensità della concorrenza che ne deriva limita le potenzialità di crescita e, creando rendite monopolistiche, danneggia i consumatori e le imprese.

Nei paesi dell'OCSE gli ostacoli alla concorrenza nel comparto dei servizi alla produzione, soprattutto nel caso delle attività professionali e della fornitura di energia, sono correlati negativamente con la crescita del valore aggiunto e della produttività nell'industria manifatturiera. Simulazioni effettuate con un modello strutturale di equilibrio economico generale dell'economia italiana e dell'area dell'euro mostrano che un aumento del grado di concorrenza nei settori, prevalentemente dei servizi, meno esposti alla concorrenza internazionale condurrebbe a riduzioni dei prezzi e a maggiori livelli di consumo, occupazione, investimento e prodotto.

Energia. – Nel 2008 il fabbisogno di energia dell'Italia, al lordo delle perdite di trasformazione, si è attestato a 192 milioni di tonnellate equivalenti di petrolio (MTEP), riducendosi dell'1 per cento rispetto all'anno precedente. La riduzione è stata determinata dalla caduta dell'attività produttiva cui ha fatto seguito, per la prima volta nell'ultimo quarto di secolo, una contrazione della domanda di energia elettrica. L'intensità energetica, che misura l'ammontare di energia necessaria per produrre un'unità di prodotto, è rimasta invariata, a 150,5 TEP/milioni di euro. Rispetto al 2007 i consumi energetici sono stati soddisfatti con un maggior ricorso alle fonti rinnovabili a scapito del petrolio.

Sul grado di utilizzo delle fonti rinnovabili, oltre ai fattori stagionali, ha influito la crescita della potenza installata. La capacità di generazione elettrica da fonte eolica è cresciuta di quasi il 40 per cento, raggiungendo il 3,6 per cento del totale; il contributo dell'Italia al complesso della capacità eolica dell'Unione europea (UE) è pari al 6 per cento, un valore largamente inferiore a quello della Germania (39,4) e della Spagna (26,8). È ancora marginale, anche se in forte crescita, l'apporto degli impianti fotovoltaici (meno dello 0,5 per cento del totale): nel 2008 sono stati realizzati oltre 24.000 impianti fotovoltaici che hanno portato la potenza installata a oltre 400 megawatt.

A fronte di una dipendenza energetica che si mantiene su livelli elevati (le importazioni nette soddisfano l'85 per cento del fabbisogno energetico lordo), nel 2008 si è verificata una ricomposizione per tipo di fonte, con una riduzione delle importazioni di petrolio (-6 per cento) e un aumento di quelle di gas naturale (3,9 per cento), che provengono per quasi due terzi dall'Algeria e dalla Russia.

Sul mercato di approvvigionamento del gas risulta ancora rilevante il peso del gruppo ENI, a cui fa capo oltre il 70 per cento delle disponibilità nazionali (la somma di importazioni nette e produzione nazionale). Secondo stime dell'Eurostat, nel nostro paese i costi di approvvigionamento, al lordo delle imposte, risultano sostanzialmente in linea con quelli medi dell'UE per gli utenti industriali, superiori per le famiglie.

Il grado di concentrazione della produzione elettrica si è ridotto: nel 2008 i primi tre produttori hanno contribuito per il 53 per cento alla produzione lorda (l'Enel per il 31,5 per cento), contro il 60 per cento nel biennio precedente e circa il 70 nella media dell'UE. Il costo dell'energia elettrica in Italia è superiore a quello medio dell'UE a causa del maggiore utilizzo di idrocarburi nella produzione e delle carenze nelle infrastrutture di interconnessione tra le aree del Paese.

Telecomunicazioni. – Nel 2008 il volume d'affari nel mercato delle telecomunicazioni in Italia ha registrato una dinamica modesta per il secondo anno consecutivo (0,8 per cento; 0,4 nel 2007). A frenare l'espansione ha contribuito la riduzione dei prezzi, dovuta nel 2007 agli interventi normativi sui costi di ricarica e sulle tariffe di terminazione mobile, nel 2008 a una maggiore concorrenza. La convergenza tra i comparti della telefonia fissa e mobile e l'avvio del mercato degli operatori mobili virtuali hanno infatti determinato un aumento del numero dei soggetti concorrenti, dopo diversi anni di consolidamento del mercato.

Sebbene l'Italia conservi da tempo il primato in Europa nella telefonia mobile per numero di abbonati in percentuale della popolazione (152,9 per cento), il settore continua a crescere grazie allo sviluppo delle tecnologie di banda larga mobile (29 milioni di abbonati a inizio 2009, il 18 per cento in più rispetto al 2007). Investimenti pubblici e privati hanno favorito l'accesso alla banda larga anche da rete fissa, che rimane comunque al di sotto della media europea (19 per cento contro 22,9): alla fine del 2007 la copertura ADSL era disponibile nella totalità delle aree urbane e risultava in crescita del 31 per cento rispetto all'anno precedente nelle zone rurali, segnando un'importante riduzione del digital divide.

Servizi pubblici locali. – Nel 2008 la regolamentazione del settore è stata nuovamente modificata (art. 23-bis del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112). È stato ribadito il principio della gara come modalità ordinaria di affidamento del servizio, ma consentendo diverse eccezioni e rinviando a successivi regolamenti l'attuazione di aspetti fondamentali della normativa.

Le circostanze che giustificano il ricorso a modalità di affidamento diverse dalla gara non sono precisate sufficientemente; agli enti locali è riconosciuta larga discrezionalità nella motivazione da fornire nel caso in cui non si voglia fare ricorso alla gara; è attribuita natura meramente consultiva al parere che l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) è chiamata a fornire sulla motivazione.

Il meccanismo della gara promuove dinamiche concorrenziali a condizione che siano disponibili competenze tecniche tali da garantire una corretta predisposizione e conduzione delle gare, vi sia un numero sufficiente di potenziali competitori e una reale indipendenza tra regolatore, gestore ed ente locale. Le modifiche introdotte non appaiono tenere adeguatamente in conto questi aspetti.

Servizi professionali. – Nel 2008 il livello di regolamentazione dei servizi professionali in Italia era il più elevato dell'area OCSE.

L'adozione delle misure di liberalizzazione previste dalla legge 4 agosto 2006, n. 248 (cosiddetta legge Bersani) è ancora parziale. Per le professioni principali permangono molte delle restrizioni in materia di tariffe fisse e minime, pubblicità e fornitura di servizi multidisciplinari che la riforma aveva inteso rimuovere. Il processo di liberalizzazione potrebbe beneficiare della rimozione di restrizioni all'accesso, non incise dalla citata legge n. 248.

La riforma prevedeva l'adeguamento dei codici deontologici delle diverse professioni interessate entro il 1° gennaio 2007. In base all'indagine conoscitiva pubblicata nel 2009 dall'AGCM, volta a verificare l'adeguamento dei codici, diverse professioni mantengono restrizioni alla libertà di determinazione dei compensi attraverso l'esplicito riferimento a tariffe vincolanti oppure il richiamo a concetti quali «il rispetto del decoro e della dignità del professionista»; rimangono i divieti alla pubblicità comparativa in quasi tutte le professioni o sono state introdotte forme di autorizzazione preventiva; alcune professioni hanno introdotto vincoli alla costituzione di organizzazioni interdisciplinari, altre non hanno disciplinato la materia. La stessa indagine ha rilevato la presenza di restrizioni all'accesso nei diversi codici professionali e auspicato interventi volti a rimuovere i vincoli alla concorrenza nei servizi di formazione ai professionisti, ridurre la durata del tirocinio, rimuovere le riserve di attività quando non giustificate dal perseguimento di un interesse generale.

Le politiche anticrisi e per lo sviluppo

L'Italia, in linea con gli altri principali paesi europei, ha adottato di recente provvedimenti volti a contrastare gli effetti negativi della crisi economica e finanziaria globale sul sistema produttivo e sui livelli occupazionali. Con la legge 9 aprile 2009, n. 33 (di conversione del decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5), sono state concesse detrazioni fiscali per l'acquisto di mobili ed elettrodomestici ed erogati incentivi per l'acquisto di autoveicoli, motocicli e veicoli commerciali. Il sostegno, previsto solo per le aziende che si impegnano a non delocalizzare la produzione dei beni incentivati al di fuori dell'UE, comporterebbe, secondo le stime ufficiali, una spesa di circa un miliardo di euro nel 2009 (meno dello 0,1 per cento del PIL).

Rispetto al totale della manifattura, il peso dei settori che il Governo ha deciso di sostenere era nel 2005 pari al 10 per cento in termini di addetti e al 7,8 in termini di valore aggiunto. Le modalità di intervento del Governo italiano a sostegno della domanda di autoveicoli sono in linea con quelle degli altri principali paesi europei; differiscono, invece, dal lato dell'offerta in quanto non includono, a differenza di quanto accade in Francia e in Germania, espliciti sostegni all'attività di ricerca e sviluppo e agli investimenti in capitale, né trasferimenti diretti a favore delle case automobilistiche in difficoltà. Gli incentivi nel settore automobilistico avrebbero sinora prodotto un apprezzabile stimolo alla domanda (cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi). Lo stimolo delle detrazioni per l'acquisto di mobili ed elettrodomestici alla produzione nazionale è plausibilmente assai più contenuto per l'entità limitata, per la modalità di erogazione, che lega l'incentivo a un'operazione di ristrutturazione residenziale, e per l'elevata penetrazione delle importazioni in alcuni comparti.

Il Governo è intervenuto anche sul Fondo di garanzia finalizzato al sostegno del flusso di credito alle piccole e medie imprese (PMI) e al consorzio Confidi, estendendone la dotazione a 1,6 miliardi di euro e modificandone le regole di funzionamento. In particolare, è ora possibile destinare gli interventi del Fondo, a cui sono ammesse per la prima volta le imprese artigiane, anche alle misure occorrenti a garantire la rinegoziazione dei debiti in essere con il sistema bancario; inoltre, per agevolare l'accesso alle imprese di media dimensione, è stato innalzato il tetto per ogni singola operazione da 500 mila a 1,5 milioni di euro. Nella stessa direzione di sostegno alle PMI va la recente decisione della Cassa depositi e prestiti di erogare alle banche fino a 8 miliardi di prestiti da utilizzare per nuovi finanziamenti alle PMI.

I più recenti provvedimenti di politica economica a sostegno della competitività di lungo periodo si inquadrano nel progetto Industria 2015, recepito dalla legge finanziaria per il 2007. Il progetto si poneva l'obiettivo di semplificare e razionalizzare l'insieme degli interventi di politica industriale in linea con le tendenze comunitarie e internazionali recenti; esso prevedeva sia agevolazioni fiscali volte a ridurre i costi di produzione e a incentivare gli investimenti e la crescita delle imprese, sia aiuti settoriali di tipo selettivo attraverso i Progetti di innovazione industriale.

Con la stessa legge 9 aprile 2009, n. 33, il Governo ha introdotto il "contratto di rete", già delineato nel progetto Industria 2015, con cui si cerca di superare i limiti della ridotta dimensione aziendale

prevedendo che due o più imprese possano esercitare in comune attività economiche rientranti nei rispettivi oggetti sociali allo scopo di accrescere la capacità innovativa e la competitività sul mercato. Al contratto si applicano le disposizioni fiscali, amministrative, finanziarie, nonché quelle relative alla ricerca e allo sviluppo già previste per i distretti produttivi (legge 23 dicembre 2005, n. 266; cosiddetta fiscalità di distretto).

Rispetto alle raccomandazioni della Commissione e del Consiglio europeo sugli interventi a sostegno della competitività accolte in Industria 2015, appare ancora lacunosa la predisposizione di meccanismi affidabili di monitoraggio e di valutazione delle politiche.

Nostre analisi su alcuni importanti provvedimenti di incentivazione in vigore in Italia nel recente passato – il Fondo speciale per la ricerca applicata, attivo sino al 2000, il Fondo per l'innovazione tecnologica, riformato nel 2001, e la Promozione del sistema regionale delle attività di ricerca industriale, innovazione e trasferimento tecnologico dell'Emilia Romagna, istituita nel 2002 – mostrano come spesso la loro efficacia sia stata scarsa. Il sostegno all'attività innovativa si traduce in maggiori investimenti e talvolta in miglioramenti complessivi delle performance delle imprese, quando a beneficiarne sono soprattutto le aziende più piccole, maggiormente esposte al razionamento dei finanziamenti da parte di soggetti privati.

Le politiche regionali. – Nel 2008 è proseguita l'attuazione dei programmi previsti dal Quadro comunitario di sostegno per il periodo 2000-06. Alla fine dell'anno i pagamenti avevano raggiunto il 93,6 per cento (79,9 per cento alla fine del 2007) del costo totale per i programmi operativi dell'Obiettivo 1, il 103,3 per cento (88,1 per cento) per i documenti unici di programmazione dell'Obiettivo 2 e il 95,5 per cento (86,6 per cento) per i programmi operativi regionali dell'Obiettivo 3.

Con la decisione del 18 febbraio 2009, n. 1112 la Commissione europea ha prorogato al 30 giugno 2009 il termine ultimo di ammissibilità delle spese dei programmi operativi per gli Obiettivi 1 e 3, dei documenti unici di programmazione obiettivo e di iniziative comunitarie fuori obiettivo.

Per il periodo 2007-2013 il Quadro strategico nazionale (QSN), approvato con la decisione della Commissione europea del 13 luglio 2007, n. 3329, stabilisce che ai tre obiettivi di convergenza, competitività regionale e occupazione e cooperazione territoriale europea siano attribuiti rispettivamente il 72,0, il 26,1 e l'1,9 per cento delle risorse comprensive del cofinanziamento allocate a livello nazionale (circa 60,5 miliardi di euro). Come stabilito in sede comunitaria, l'Italia ha destinato all'attuazione della strategia di Lisbona il 68 per cento delle risorse comunitarie dell'Obiettivo convergenza e l'82 per cento di quelle dell'Obiettivo competitività regionale e occupazione.

In base ai dati di fonte comunitaria relativi all'esecuzione finanziaria dei Fondi strutturali per il periodo di programmazione 2007-2013, al 23 aprile 2009 i pagamenti effettuati dalla Commissione ammontavano a circa il 6,9 per cento delle risorse comunitarie disponibili. Tale valore si collocava di poco al di sotto di quello della Germania (8,3 per cento), della Francia (7,5 per cento) e della Spagna (7,4 per cento).

Un rapporto di valutazione indipendente commissionato dalla Commissione europea e reso disponibile nell'aprile 2009 individua alcune possibili linee di intervento per la riforma della politica di coesione nel periodo successivo al 2013. Per l'allocazione della spesa tra obiettivi il rapporto suggerisce una concentrazione delle risorse su un numero limitato di priorità (innovazione, cambiamento climatico, migrazioni, assistenza all'infanzia e agli anziani, capitale umano). Nessuna modifica viene invece ritenuta opportuna per quanto riguarda l'allocazione territoriale dei fondi. Il rapporto propone di rendere più intensa l'attività di monitoraggio dei progressi verso il raggiungimento degli obiettivi e sviluppare le valutazioni controfattuali sull'efficacia dei programmi.

Gli interventi di promozione dello sviluppo nelle aree più deboli del Paese beneficiano, oltre che delle risorse comunitarie e del cofinanziamento nazionale, dei finanziamenti del Fondo per le aree sottoutilizzate (FAS). La delibera del CIPE del 21 dicembre 2007, n. 166 aveva stanziato un ammontare di risorse del FAS per il ciclo 2007-2013 pari a circa 63,3 miliardi di euro (di cui 53,8 per il Mezzogiorno). Provvedimenti successivi riducevano lo stanziamento del Fondo e modificavano l'utilizzo programmato delle risorse, anche a favore di obiettivi considerati prioritari per il rilancio dell'economia. Nel marzo del 2009 la dotazione del FAS risultava pari a quasi 54 miliardi di euro, a seguito di riduzioni per circa 10,5 miliardi e dell'assegnazione, per circa 1,2 miliardi, di risorse revocate alla programmazione 2000-06 in quanto non impegnate o programmate alla data del 31 maggio 2008. Tale disponibilità risultava assegnata per circa 27 miliardi ai Programmi regionali e interregionali (di cui 21,8 miliardi a quelli delle regioni meridionali e agli obiettivi di servizio) e per circa 25,4 miliardi ai Fondi nazionali, suddivisi tra Fondo per l'occupazione e la formazione (4 miliardi), Fondo infrastrutture (12,4 miliardi) e Fondo strategico per il Paese a sostegno dell'economia reale (9 miliardi); le rimanenti risorse erano relative a pre-allocazioni e altri interventi.

Il QSN per il periodo 2007-2013 (cfr. il capitolo 11: L'economia del Mezzogiorno e le politiche territoriali nella Relazione sull'anno 2007) ha introdotto gli obiettivi di servizio, prevedendo finanziamenti aggiuntivi del FAS per circa 3 miliardi di euro, che legano la premialità all'effettiva performance delle Regioni nei settori dell'istruzione, dell'assistenza per l'infanzia e per gli anziani, dei rifiuti urbani e dei servizi idrici. Durante il 2008 e nei primi mesi dell'anno in corso le Regioni meridionali hanno approvato i piani d'azione per il raggiungimento degli obiettivi di servizio. Da un'analisi condotta sui piani d'azione delle Regioni Abruzzo, Basilicata, Calabria e Sardegna, emergerebbe tuttavia che la distribuzione delle risorse pubbliche tra i vari capitoli di spesa è per lo più influenzata da criteri di programmazione che esulano dal meccanismo premiale. L'efficacia del nuovo meccanismo premiale dipenderà dalla capacità delle Regioni di stimolare, anche attraverso sistemi incentivanti sub-regionali, comportamenti volti a una maggior efficienza da parte degli enti locali competenti sul territorio (Comuni, Province, aziende sanitarie, autorità d'ambito, ecc.).

Nel corso del 2008 non vi sono stati nuovi impegni finanziari per gli strumenti della programmazione negoziata. L'attività di deliberazione di nuovi Patti territoriali e Contratti d'area si è conclusa; nuove modalità applicative sono state disposte per i Contratti di programma (cfr. *L'economia delle regioni italiane nell'anno 2008*, Banca d'Italia, «Economie regionali», di prossima pubblicazione).

L'8 maggio 2009 il CIPE, in accordo con le Regioni, ha approvato l'istituzione di 22 zone franche urbane (3 per regione in Sicilia, Campania, Sardegna, Calabria e Puglia, 2 nel Lazio e 1 in Molise, Abruzzo, Basilicata, Liguria e Toscana). La misura interesserà una popolazione di circa 333.000 abitanti. Le zone franche urbane rappresentano aree infra-comunali caratterizzate da elevati livelli di disagio sociale ed economico, la cui popolazione deve essere compresa tra i 7.500 e i 30.000 abitanti (e non deve superare il 30 per cento del totale della popolazione comunale). Esse possono essere istituite solo in comuni caratterizzati da una dimensione demografica minima di 25.000 abitanti e da un tasso di disoccupazione superiore alla media nazionale. L'intervento si concretizza in una serie di sgravi fiscali e agevolazioni per le piccole e micro imprese che iniziano una nuova attività economica nell'area individuata.

Sebbene si tratti di una novità nel panorama italiano delle politiche per la promozione dello sviluppo locale, esempi di zone franche urbane sono diffusi in altri paesi; negli Stati Uniti già alla metà degli anni ottanta erano almeno 40 gli Stati ad aver adottato programmi di questo tipo; nel Regno Unito e in Francia interventi simili hanno avuto avvio rispettivamente nel 1981 e nel 1997. Secondo le più re-

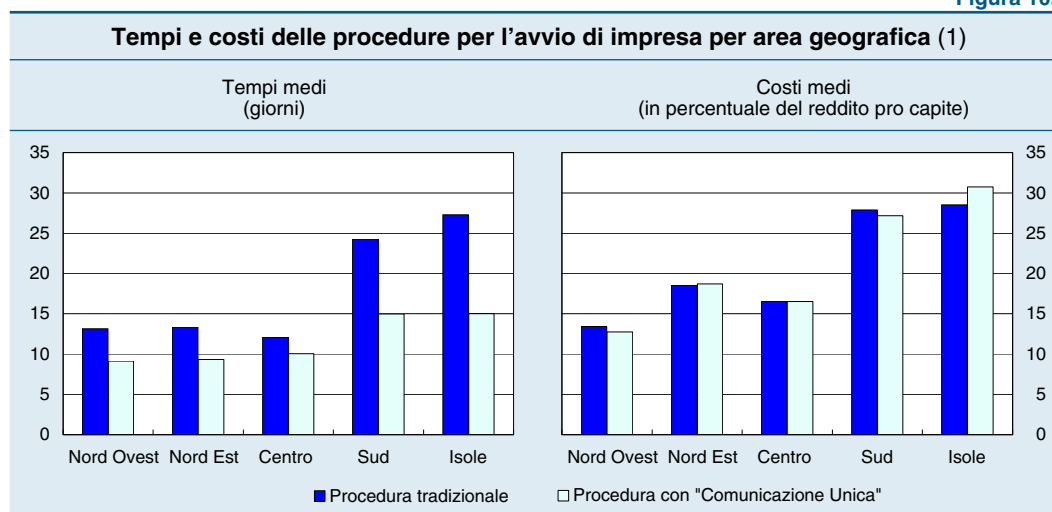
centi valutazioni d'impatto basate sull'esperienza americana e francese, l'efficacia di queste iniziative risulterebbe limitata. Nell'esperienza di questi paesi, l'aumento dell'occupazione nelle aree agevolate è generalmente compensato da una contemporanea riduzione nei territori limitrofi. Inoltre, se riservate a certe categorie di imprese, le agevolazioni tendono a favorire la crescita delle imprese agevolate, a scapito di quelle non beneficiarie.

L'evoluzione del quadro normativo

Semplificazione e qualità del processo legislativo. – Nel confronto internazionale l'Italia si segnala per una legislazione sovrabbondante e un eccesso di regolazione. L'incidenza dei costi amministrativi e burocratici sull'attività di impresa è elevata e presenta un'ampia variabilità territoriale.

Anche quest'anno la posizione dell'Italia nella classifica dei paesi realizzata dalla Banca Mondiale relativa alla facilità di fare impresa è risultata bassa: sessantacinquesima su un campione di 182 paesi contro una posizione media dei paesi OCSE pari a 27. Un nostro esercizio – analogo a quello condotto dalla Banca Mondiale e realizzato con riferimento a cinque indicatori – mostra un'elevata varianza a livello regionale e la possibilità di favorire processi virtuosi di convergenza mediante l'introduzione di misure di semplificazione. Prima dell'introduzione della Comunicazione Unica (che permette di effettuare con un unico adempimento la domanda d'iscrizione al Registro delle imprese, all'Agenzia delle entrate, all'INPS e all'INAIL) avviare un'impresa richiedeva un periodo compreso tra i 12 giorni del Centro e i 27 delle Isole. Il costo variava tra il 13 per cento del reddito pro capite nel Nord Ovest e il 30 per cento nelle Isole. L'introduzione della Comunicazione Unica ha ridotto i tempi (ora occorrono 9 giorni nel Nord Ovest, circa 15 nel Sud e nelle Isole), mentre i costi sono rimasti sostanzialmente stabili (fig. 10.5).

Figura 10.5



Fonte: elaborazioni dall'Indagine sui tempi e costi della regolazione dell'attività d'impresa.
(1) Valori ponderati per il PIL regionale.

L'obiettivo di miglioramento della qualità della regolazione può essere perseguito solo attraverso politiche che incidano contestualmente sulla qualità della regolazione esistente e su quella di nuova emanazione.

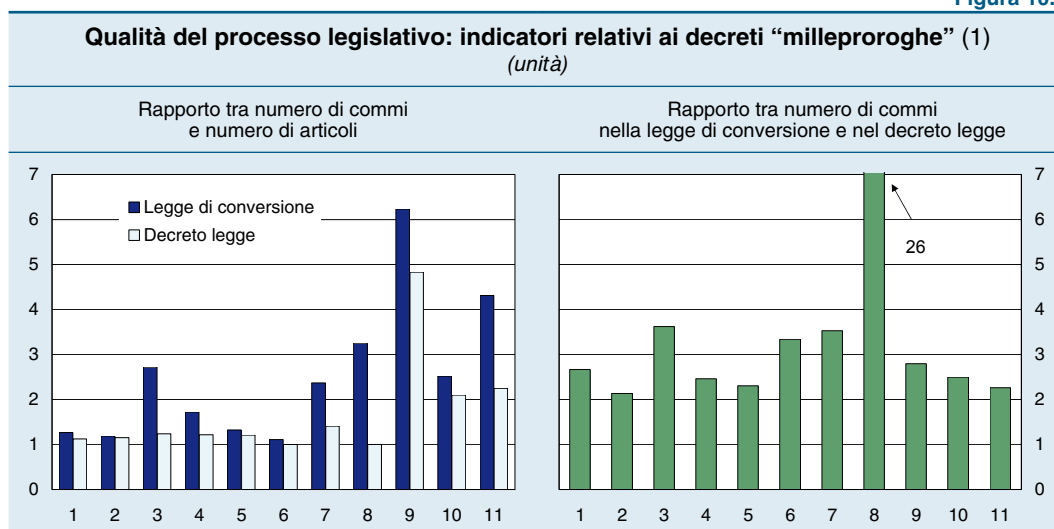
Sotto il primo profilo, è proseguita l'attività di semplificazione normativa e sono state promosse iniziative volte a favorire l'accesso e la conoscibilità delle leggi. È continuata l'attività di misurazione degli oneri derivanti da obblighi informativi, finalizzata al

perseguimento dell'obiettivo europeo di una loro riduzione del 25 per cento, e il monitoraggio della normativa propedeutico all'attuazione della direttiva servizi (direttiva CE 12 dicembre 2006, n. 123). L'effettiva diminuzione dei costi per le imprese dipenderà dalla modalità di realizzazione dei piani di riduzione e dalla capacità di superare possibili resistenze da parte delle singole amministrazioni.

La qualità della nuova regolazione è influenzata negativamente da un impiego limitato e da un'interpretazione formalistica dell'analisi di impatto. Pesano le carenze di professionalità e di informazioni idonee a realizzare valutazioni di tipo economico-quantitativo delle proposte di intervento legislativo. Le leggi sono spesso opache e disorganiche; si caratterizzano per un elevato grado di eterogeneità delle disposizioni contenute.

Una nostra analisi, condotta sui decreti legge "milleproroghe" e sulle relative leggi di conversione approvate tra il 2001 e il 2008, mostra come il numero di commi contenuti nella legge di conversione è in media pari a 2,7 volte quello dei commi presenti nel decreto legge; il rapporto tra numero di commi e numero di articoli (una misura del grado di opacità della legge) cresce in sede di conversione (fig. 10.6); solo il 38 per cento dei commi contenuti nella legge di conversione dell'ultimo decreto approvato (decreto legge 30 dicembre 2008, n. 207) contiene proroghe di termini legislativi mentre la restante percentuale contiene misure diverse per finalità e argomento. Circa il 70 per cento di queste ultime è stato aggiunto in sede di conversione, contro il 20 per cento di quelle contenenti proroghe.

Figura 10.6



Fonte: Camera dei Deputati.

(1) Sull'asse orizzontale sono riportati i decreti approvati nel periodo 2001-08; in particolare: 1: DL 411/2001 convertito con L. 463/2001; 2: DL 236/2002 convertito con L. 284/2002; 3: DL 147/2003 convertito con L. 200/2003; 4: DL 355/2003 convertito con L. 47/2004; 5: DL 266/2004 convertito con L. 306/2004; 6: DL 314/2004 convertito con L. 26/2005; 7: DL 273/2005 convertito con L. 51/2006; 8: DL 173/2006 convertito con L. 228/2006; 9: DL 300/2006 convertito con L. 17/2007; 10: DL 248/2007 convertito con L. 31/2008; 11: DL 207/2008 convertito con L. 14/2009.

Sull'efficacia delle misure di semplificazione normativa e amministrativa e in generale sull'attività d'impresa incide negativamente l'inefficienza della Pubblica amministrazione. Al miglioramento della qualità dell'azione amministrativa è ispirata la legge delega 4 marzo 2009, n. 15 per l'attuazione di una riforma complessiva della disciplina del rapporto di pubblico impiego e dei controlli interni nella Pubblica amministrazione. L'enfasi posta sulla misurazione dell'operato delle amministrazioni e sulla valorizzazione del merito è un importante elemento di novità. Gli effetti della riforma dipenderanno dal modo in cui i principi contenuti nella delega troveranno concreta attuazione.

Tra gli aspetti principali della delega vi sono: la riforma del sistema di valutazione della performance delle strutture e dei dipendenti pubblici, con la creazione di un organismo indipendente deputato all'indirizzo e alla supervisione delle procedure di valutazione e la previsione di una responsabilità in capo ai dirigenti di omessa vigilanza sulla produttività dei dipendenti; l'introduzione di forme di tutela giurisdizionale collettiva nei confronti delle amministrazioni; la revisione della disciplina della contrattazione collettiva in linea con quanto previsto dagli accordi fra le parti sociali con riferimento al settore privato; l'introduzione del principio per cui le norme in materia di rapporti di lavoro possono essere derogate dalla contrattazione collettiva solo nell'ipotesi in cui ciò sia espressamente previsto per legge.

La giustizia civile. – I ritardi della giustizia infliggono costi elevati alle imprese. Secondo i dati di Invind relativi alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti, in un terzo dei casi un'impresa coinvolta in una causa civile per inadempimento contrattuale della controparte preferisce accordarsi piuttosto che attendere l'esito del giudizio. Per giungere all'accordo l'impresa rinuncia mediamente al 36 per cento della somma dovuta.

L'organizzazione degli uffici giudiziari e la litigiosità elevata restano i nodi da affrontare. Difficoltà nel governo del sistema giudiziario derivano anche dalla scarsità di informazioni relative alla dotazione di risorse umane e finanziarie degli uffici giudiziari che non consente di valutarne l'adeguatezza e la produttività, di individuare le cause delle disfunzioni e gli opportuni rimedi.

L'obbligo per gli uffici giudiziari di fornire a cadenza regolare informazioni sull'andamento dell'organizzazione dei servizi giudiziari, previsto dal disegno di legge approvato dal Consiglio dei ministri il 6 febbraio 2009 nell'ambito delle misure in materia di ordinamento giudiziario, può contribuire a limitare le carenze informative.

Diritto societario. – Il diritto delle società quotate è stato interessato negli ultimi mesi da due diversi provvedimenti legislativi. Entrambi hanno teso a rafforzare gli strumenti di difesa a disposizione delle società rispetto a eventuali scalate ostili. Ne potrebbe scaturire una riduzione ulteriore della contendibilità del controllo delle società quotate italiane, già limitata a causa dell'elevato grado di concentrazione della proprietà.

Nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto si è eliminata l'obbligatorietà della cosiddetta *passivity rule* (il divieto per il consiglio di amministrazione di adottare misure difensive senza la preventiva autorizzazione dell'assemblea degli azionisti).

Le nuove disposizioni sulla passivity rule producono effetti soprattutto sulle società in cui il primo azionista detiene, direttamente o indirettamente, una quota inferiore al 30 per cento del capitale, poiché tale quota costituiva il quorum per l'approvazione delle misure difensive in assemblea. Alla fine del 2008 tali società rappresentavano il 26 per cento delle imprese quotate; tra esse figurano i principali gruppi bancari e assicurativi del Paese e, tra le società che operano in settori strategici, Telecom Italia.

Un effetto indiretto di rafforzamento della posizione dei soggetti controllanti può discendere dall'incremento del limite di acquisto di azioni proprie dal 10 al 20 per cento del capitale e dal riconoscimento alla Consob della facoltà di richiedere, in determinate circostanze e per un periodo di tempo limitato, la comunicazione delle partecipazioni in società quotate anche al di sotto dell'attuale soglia del 2 per cento. Nel confronto internazionale le soglie di comunicazione previste nel nostro ordinamento sono tra le più basse.

Diritto fallimentare. – Per effetto della crisi, nel primo trimestre del 2009 le procedure fallimentari aperte sono cresciute del 46 per cento rispetto allo stesso periodo del

2008. È aumentato in misura significativa anche l'utilizzo delle procedure di ristrutturazione, in particolare del concordato preventivo, recentemente riformato.

L'utilizzo del concordato preventivo è concentrato nei settori delle costruzioni e del commercio; nel settore manifatturiero riguarda in particolare il comparto tessile. Secondo la rilevazione effettuata con riferimento agli oneri per l'attività d'impresa, la durata media di un concordato preventivo risulta essere di circa 14 mesi (con un minimo di 4 e un massimo di 40), sostanzialmente in linea con quella dei maggiori paesi rilevati nell'indagine della Banca Mondiale. I costi sono circa pari al 14 per cento del valore dell'attivo e sono tuttora più elevati di quelli prevalenti nei principali paesi dell'OCSE.

Per favorire un ampio utilizzo di questo strumento, soprattutto nella fase attuale, potrebbero essere considerati interventi normativi volti ad agevolare la concessione di finanziamenti nella fase di predisposizione del piano di ristrutturazione. La disciplina dei reati fallimentari andrebbe inoltre rapidamente coordinata con le nuove previsioni del diritto fallimentare.

11. L'IMMIGRAZIONE

Tra il 2003 e il 2008 il numero di stranieri residenti in Italia è più che raddoppiato, portandosi a 3,4 milioni di persone, circa il 6 per cento della popolazione. Nel confronto con i principali paesi europei, gli immigrati residenti in Italia rappresentano una quota più bassa di popolazione; sono più giovani e meno istruiti.

Gli stranieri hanno tassi di partecipazione al mercato del lavoro superiori a quelli degli italiani. Tuttavia, come in altri paesi avanzati interessati da flussi migratori rilevanti, l'aumento dell'offerta di lavoro dovuto all'immigrazione non sembra in media aver avuto effetti negativi sulle retribuzioni o sulle prospettive occupazionali dei nativi.

La qualità del capitale umano disponibile in futuro in Italia rifletterà in misura significativa le competenze della popolazione immigrata. Attualmente, gli alunni stranieri registrano ritardi significativi già dalla scuola primaria ed elevati tassi di abbandono nei livelli scolastici successivi.

Le differenze nella struttura socio-economica e demografica tra gli italiani e gli stranieri determinano significativi divari nei flussi economici da e verso la finanza pubblica. Gli immigrati pagano proporzionalmente meno imposte e ricevono minori prestazioni per previdenza e sanità.

L'immigrazione in Italia nel contesto internazionale

La forte crescita della popolazione mondiale, da circa 3 miliardi nel 1960 a 6,5 alla metà di questo decennio, i cambiamenti negli assetti geo-politici, il persistere di ampi divari di reddito e le divergenti dinamiche demografiche hanno determinato un aumento dei movimenti di persone dalle regioni più arretrate a quelle più avanzate. All'inizio del decennio nei paesi dell'OCSE risiedevano circa 85 milioni di persone nate all'estero, un valore triplo rispetto a quello di quarant'anni prima.

Nel biennio 2005-06 si stima che circa 8,5 milioni di persone si siano trasferite in un paese dell'OCSE, quasi 6,5 milioni al netto dei flussi interni all'area; circa 1,2 milioni di persone proverrebbero dalla Cina e dall'India e poco meno di un milione da Romania, Bulgaria, Russia e Ucraina.

Sulla base delle stime diffuse dalle Nazioni Unite, tra il 1950-55 e il 2005-2010 il flusso netto medio annuo dai paesi meno sviluppati a quelli più sviluppati è passato da 56.000 a 2,7 milioni di persone (circa una persona ogni 2.000). L'aumento riflette essenzialmente una maggiore propensione a emigrare dei residenti nei paesi meno sviluppati: se questa fosse rimasta ai livelli degli anni cinquanta, nel quinquennio 2005-2010 il flusso migratorio netto da questi paesi non avrebbe superato le 170.000 persone.

Sebbene la ricerca di migliori opportunità lavorative rappresenti la spinta iniziale a emigrare, il successo dell'esperienza alimenta ulteriori movimenti. Una quota consistente degli attuali flussi migratori mondiali è infatti riconducibile a motivi familiari. Sulla base delle stime disponibili, nel 2006 tale quota variava da circa un quinto degli ingressi totali nel Regno Unito e in Danimarca a circa il 60 per cento negli Stati Uniti e in Francia. A queste differenze concorrono sia le diverse politiche migratorie nazionali sia, presumibilmente, scelte diverse della popolazione immigrata in questi paesi circa la durata e gli obiettivi dell'emigrazione.

Anche l'Italia ha registrato un rapido aumento dell'afflusso di stranieri. Il saldo migratorio netto con l'estero, che nella media degli anni ottanta era ancora negativo (circa 30.000 persone all'anno), nella media del periodo 2002-07 è risultato positivo e pari a circa 450.000 persone all'anno (per il 2008, tra gennaio e novembre, l'Istat stima un flusso di 403.000 persone). Nel 2008 gli stranieri residenti erano 3,4 milioni di persone, circa il 6 per cento della popolazione residente e oltre il doppio di quelli registrati nel 2003.

Secondo le informazioni dell'Indagine sui redditi e le condizioni di vita delle famiglie in Europa (EU-SILC) dell'Eurostat, nel 2007 il 6,1 per cento della popolazione di almeno 16 anni residente in Italia era nata all'estero, all'incirca come in Spagna (6,4 per cento) e circa la metà che in Germania (14,2 per cento), Francia (11,8 per cento) e Regno Unito (11 per cento); negli Stati Uniti, sulla base della American Community Survey, nella media del triennio 2005-07 i nati all'estero rappresentavano oltre il 15 per cento delle persone con almeno 18 anni; in Canada, sulla base del censimento del 2006, erano pari a circa un quarto di quelle con oltre 14 anni.

In Italia, la popolazione oggetto dell'indagine EU-SILC comprende solo coloro che sono iscritti nelle anagrafi comunali; restano escluse le persone con regolare permesso di soggiorno non iscritte e tutte quelle irregolarmente presenti sul territorio nazionale. L'Ismu stima che al 1° gennaio 2008 gli stranieri complessivamente presenti in Italia fossero circa 4,3 milioni (il 7,2 per cento della popolazione presente), di cui circa 3,7 milioni regolarmente presenti e per la maggior parte registrati alle anagrafi; la componente irregolare è stimata in circa 650.000 persone, attorno all'1 per cento della popolazione presente. Negli Stati Uniti, secondo stime ufficiali, gli stranieri illegalmente presenti sul territorio rappresenterebbero circa il 4 per cento della popolazione presente (circa 12 milioni di persone). Secondo le segnalazioni del Ministero dell'Interno, la maggior parte degli stranieri irregolarmente presenti in Italia è entrata legalmente, ma ha prolungato la permanenza oltre quella consentita dal permesso d'ingresso. Una quota ampia della componente irregolare dell'immigrazione contribuisce all'attività economica del Paese: sulla base delle ultime stime dell'Istat, nel 2006 gli stranieri irregolarmente presenti nel nostro paese contribuivano all'input di lavoro complessivo con circa 350.000 unità di lavoro, un valore in linea con le stime dell'Ismu per quell'anno.

Hanno concorso al rapido aumento della popolazione straniera residente i provvedimenti di regolarizzazione, il progressivo ampliamento delle quote previste nelle misure, periodiche, di pianificazione degli ingressi (i cosiddetti decreti flusso) e, nell'ultimo biennio, l'allargamento dell'Unione europea ad alcuni paesi dell'Europa dell'Est.

Dal 1990 si sono susseguiti quattro provvedimenti di regolarizzazione che hanno complessivamente coinvolto circa 1,3 milioni di soggetti extracomunitari, di cui circa la metà in occasione dell'ultimo provvedimento. Quest'ultimo ha interessato, con la legge 30 luglio 2002, n. 189 (cosiddetta legge Bossi-Fini), circa 320.000 extracomunitari occupati presso le famiglie e, con la successiva legge 9 ottobre 2002, n. 222, circa 330.000 persone occupate presso le imprese. Le evidenze disponibili indicano che, di questi, poco più di mezzo milione era ancora regolarmente presente in Italia all'inizio del 2007. Il numero di permessi di soggiorno disponibili per gli extracomunitari per lavori non stagionali è stato progressivamente ampliato da circa 20.000 nel 2003 a oltre 150.000 negli anni più recenti, anche per effetto dei divari emersi tra le domande pervenute e i permessi effettivamente disponibili. Nel 2006, per fare fronte all'eccezionale numero di domande espresse dai datori di lavoro, ai 170.000 permessi inizialmente previsti ne sono stati aggiunti altri 350.000.

Sulla base dei dati dell'Istat, all'inizio del 2008 gli stranieri residenti in Italia provenivano per circa la metà dai paesi dell'Europa centro orientale, prevalentemen-

te Albania e Romania (rispettivamente, 11,7 e 18,2 per cento); per circa un quarto dall'Africa, con prevalenza dei paesi mediterranei, e per il 16 per cento dall'Asia (tav. 11.1). La composizione per sesso delle comunità presenti nel nostro paese riflette presumibilmente diversi modelli migratori. All'elevata presenza femminile, superiore ai due terzi, tra gli immigrati da alcuni paesi dell'Europa centro orientale e dell'America latina si associa quella decisamente più contenuta, inferiore a un terzo, di alcuni paesi africani e asiatici.

Tavola 11.1

Composizione della popolazione straniera in Italia al 1° gennaio 2008 (valori assoluti e percentuali)						
AREE DI PROVENIENZA	Maschi		Femmine		Totale	
	Numero	Quota (1)	Numero	Quota (1)	Numero	Quota (1)
Europa	803.901	23,4	981.969	28,6	1.785.870	52,0
UE-15	61.521	1,8	96.146	2,8	157.667	4,6
Nuovi membri UE (2)	342.594	10,0	434.174	12,6	776.768	22,6
Europa centro orientale (3)	394.159	11,5	444.745	13,0	838.904	24,4
Altri	5.627	0,2	6.904	0,2	12.531	0,4
Africa	487.028	14,2	310.969	9,1	797.997	23,2
Asia	300.479	8,8	251.506	7,3	551.985	16,1
America settentrionale	7.950	0,2	9.499	0,3	17.449	0,5
America centro meridionale	101.048	2,9	175.053	5,1	276.101	8,0
Oceania	1.009	..	1.518	..	2.527	0,1
Apolidi	402	..	320	..	722	..
Totale	1.701.817	49,6	1.730.834	50,4	3.432.651	100,0

Fonte: Istat, *Bilancio demografico*, 2008.

(1) Percentuale sul totale. – (2) Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Ungheria. – (3) Albania, Bielorussia, Bosnia ed Erzegovina, Croazia, Macedonia, Moldavia, Russia, Serbia e Montenegro, Turchia, Ucraina.

Pur rappresentando una quota significativa della popolazione straniera residente nel nostro paese, i cittadini dell'Europa centro orientale e quelli africani non sembrerebbero percepire l'Italia come una meta prevalente. Le informazioni sulla presenza straniera raccolte dall'OCSE per i paesi membri con riferimento ai primi anni di questo decennio mostrano che le persone emigrate dall'Europa centro orientale tendono a risiedere prevalentemente in Germania e negli Stati Uniti (rispettivamente, il 25 e il 15 per cento del complesso degli emigrati da quei paesi); quelle di origini africane sono presenti soprattutto in Francia, negli Stati Uniti e nel Regno Unito (rispettivamente, il 40, il 12 e l'11 per cento). Per contro, in Italia sarebbe presente non più del 6 per cento delle persone emigrate da queste aree.

Stime recenti dell'OCSE riferite ai soli flussi in ingresso indicano che l'Italia avrebbe accolto intorno al 15 per cento dei circa 200.000 cittadini romeni emigrati nel 2006, ultimo anno per cui sono disponibili i dati, e circa l'11 per cento dei 100.000 emigrati dal Marocco. Queste quote sono molto inferiori a quelle registrate in Spagna dove si sarebbe diretta più della metà dei romeni e circa il 60 per cento dei marocchini.

Nel confronto con i principali paesi europei, gli immigrati residenti in Italia sono più giovani e meno istruiti. Nella media del triennio 2005-07 l'età mediana della popolazione straniera regolarmente residente con almeno 16 anni era pari a 38 anni, simile a quella registrata in Spagna e molto inferiore a quella, superiore ai 50 anni, riscontrabile in Germania e Francia. Poco meno della metà della popolazione straniera residente di età compresa tra i 25 e i 55 anni è in possesso al più di un titolo di istruzione corrispondente all'obbligo scolastico, circa 16 punti in più della media dei paesi dell'UE-15; solo circa il 15 per cento è in possesso di un titolo di studio di livello universitario, contro una media europea attorno al 36 per cento (tav. 11.2).

Tavola 11.2

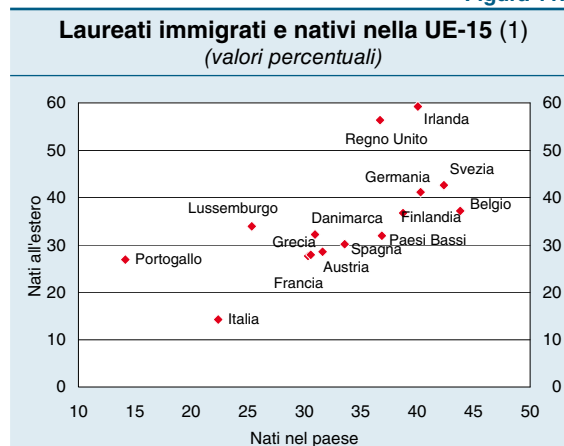
PAESI E AREE	Composizione della popolazione nata all'estero nei paesi della UE-15			
	Età 25-55 (1)		Età mediana	Femmine (1)
	Medie o meno	Laurea o più		
Austria	31,5	28,5	43	52,6
Belgio	35,0	37,2	43	52,9
Danimarca	27,3	32,2	40	54,2
Finlandia	10,2	36,8	37	54,7
Francia	42,5	27,6	51	51,1
Germania	27,5	41,1	54	54,7
Grecia	31,0	28,0	39	52,3
Irlanda	21,5	59,2	35	54,0
Italia	48,1	14,2	38	53,3
Lussemburgo	41,1	33,9	42	51,0
Paesi Bassi	26,9	32,0	43	55,4
Portogallo	38,2	26,9	30	54,6
Regno Unito	19,3	56,4	42	53,5
Spagna	37,7	30,2	37	52,5
Svezia	18,2	42,6	46	53,2
Totale UE-15	32,5	35,8	45	53,3

Fonte: Eurostat, *Indagine sui redditi e le condizioni di vita delle famiglie in Europa*, anni 2005-07; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Valori percentuali.

Le analisi economiche concordano nel ritenere il differenziale di reddito tra il paese d'origine e quelli di possibile destinazione uno dei fattori principali sottostanti la scelta di emigrare; la scelta della destinazione rifletterebbe anche le caratteristiche del potenziale paese ospite. Secondo i dati dell'indagine EU-SILC, la correlazione tra l'età mediana della popolazione autoctona e quella della popolazione immigrata è negativa, presumibilmente per effetto della maggiore domanda per servizi alla persona e della carenza di forza lavoro connesse con l'invecchiamento dei nativi. Il livello medio di istruzione della popolazione originaria di un paese è invece correlato positivamente con quello della popolazione che vi è immigrata: la dotazione di capitale umano costituirebbe quindi un elemento importante della capacità di un paese di attrarre dall'estero (fig. 11.1). A questa capacità concorrerebbe anche la remunerazione da esso conseguibile sul mercato del lavoro. Anche in questo caso, l'Italia sconta uno svantaggio rispetto ai principali paesi europei dovuto al minore differenziale retributivo medio tra livelli di istruzione nel confronto internazionale.

Figura 11.1



Fonte: Eurostat, *Indagine sui redditi e le condizioni di vita delle famiglie in Europa*, anni 2005-07; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) I dati si riferiscono alle persone con età tra i 25 e i 55 anni.

La condizione economica degli immigrati in Italia

Nel 2008, sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, gli stranieri con almeno 15 anni di età regolarmente presenti in Italia e residenti in famiglia (5,2 per cento) rappresentavano il 7,5 per cento dell'occupazione complessiva, l'8,5 di quella alle dipendenze e il 4,5 di quella autonoma. Nella classe di età 15-64 anni, il 67,1 per cento risultava occupato, contro il 58,1 dei cittadini italiani (tav. 11.3). Il divario è riconducibile prevalentemente alle diverse

caratteristiche della popolazione straniera; in particolare, per circa la metà, esso rifletterebbe la concentrazione nelle più ricche regioni del Centro Nord, soprattutto in quelle a più alta densità industriale.

Tavola 11.3

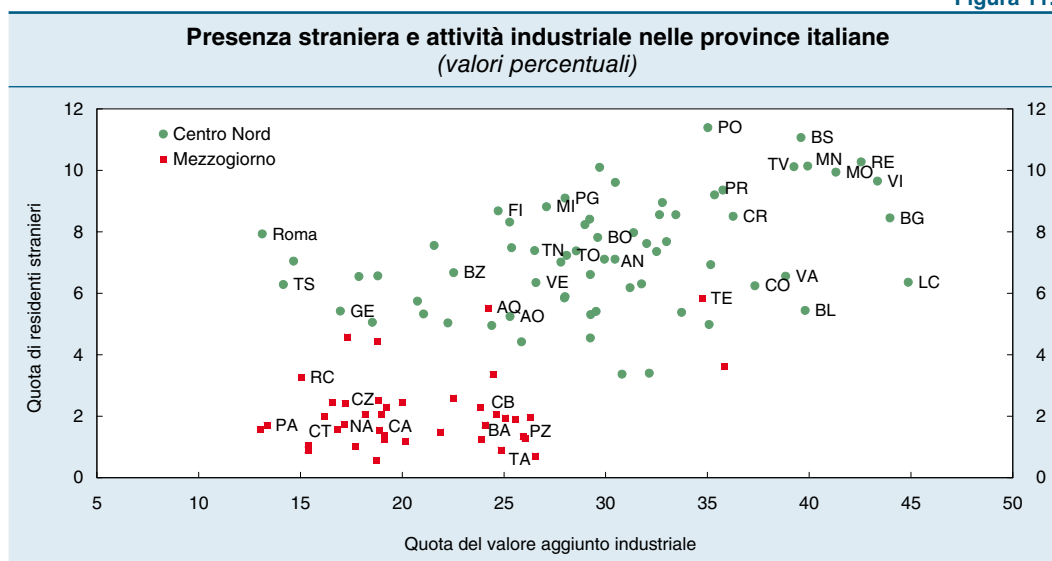
Composizione, tassi di partecipazione e di occupazione della popolazione in età da lavoro nel 2008 (valori percentuali)							
CLASSE DI ETÀ	Titolo di studio	Popolazione		Tasso di partecipazione		Occupazione	
		Italiani	Stranieri (1)	Italiani	Stranieri (1)	Italiani	Stranieri (1)
Maschi							
15-24				34,7	53,0	27,9	46,5
	Fino a scuola media inferiore	8,7	12,6	23,5	47,1	18,4	41,6
	Scuola secondaria superiore	6,6	3,7	49,8	73,6	40,7	63,6
	Laurea o più	0,4	..	29,8	0,0	23,8	0,0
25-54				90,7	94,7	86,5	89,7
	Fino a scuola media inferiore	28,8	41,2	88,3	93,3	82,9	87,7
	Scuola secondaria superiore	27,7	32,0	92,6	96,3	89,4	91,8
	Laurea o più	9,0	6,6	92,2	95,9	89,0	91,7
55-64				46,6	75,4	45,1	70,7
	Fino a scuola media inferiore	11,5	2,0	38,4	72,4	36,5	66,0
	Scuola secondaria superiore	5,3	1,2	53,8	72,4	52,8	69,1
	Laurea o più	1,9	0,7	75,0	88,8	74,8	86,6
Totale		100,0	100,0	73,6	87,1	69,5	81,9
Femmine							
15-24				25,2	32,7	18,9	25,2
	Fino a scuola media inferiore	7,7	11,0	13,4	24,5	9,2	19,9
	Scuola secondaria superiore	6,7	4,7	36,8	50,5	28,7	37,1
	Laurea o più	0,7	0,2	42,1	60,1	31,8	31,7
25-54				65,2	65,5	60,4	58,2
	Fino a scuola media inferiore	25,8	33,4	47,7	56,6	42,4	48,6
	Scuola secondaria superiore	28,0	33,9	73,6	70,8	69,0	64,0
	Laurea o più	11,3	12,0	84,6	75,4	79,9	68,7
55-64				24,1	57,3	23,5	53,8
	Fino a scuola media inferiore	13,7	2,3	15,7	49,7	15,0	45,3
	Scuola secondaria superiore	4,4	1,7	38,0	60,2	37,4	58,5
	Laurea o più	1,7	0,8	55,5	73,8	55,1	68,8
Totale		100,0	100,0	51,0	59,9	46,8	52,8

Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Regolarmente presenti in famiglia e residenti in Italia.

Sulla base dei dati del bilancio demografico nazionale dell'Istat, che rileva anche la popolazione residente nelle convivenze, al 1° gennaio del 2008 gli stranieri rappresentavano il 5,8 per cento della popolazione nell'intero Paese, il 7,7 per cento nel Centro Nord e il 2,1 nel Mezzogiorno; superavano il 10 per cento nelle province di Prato, Brescia, Reggio Emilia, Mantova, Treviso e Piacenza, a elevata specializzazione nei settori del tessile e della meccanica. Tra le grandi città, l'incidenza risultava superiore al 7 per cento a Milano, Torino e Roma e largamente inferiore, al di sotto del 2 per cento, a Napoli, Bari e Palermo (fig. 11.2).

I lavoratori stranieri si concentrano nei settori e tra le occupazioni a minore contenuto professionale: rappresentano circa il 16 per cento degli operai, contro l'1 per cento circa di impiegati, quadri e dirigenti (tav. 11.4); costituiscono il 2,3 per cento degli imprenditori, con quote superiori al 5 per cento nei settori dei servizi alle imprese e della ristorazione, e il 12 per cento circa dei lavoratori in proprio nelle costruzioni. L'incidenza di lavoratori stranieri supera il 13 per cento nelle costruzioni e nella ristorazione, l'8 nella trasformazione industriale.

Figura 11.2



Fonte: Istat, *Bilancio demografico*, 2008; *Conti economici territoriali*, 2006.

Secondo i dati dell'INAIL i lavoratori stranieri hanno una più elevata probabilità di infortunio sul lavoro rispetto agli italiani: nel 2007 oltre il 15 per cento delle denunce di infortunio riguardavano lavoratori nati all'estero (circa il 15 per cento di quelle per infortuni mortali). Come per i lavoratori italiani, la maggiore frequenza di eventi infortunistici si verifica nei trasporti, nell'industria dei metalli e nelle costruzioni; tuttavia, se commisurata alla presenza straniera, l'incidenza risulta significativamente maggiore tra gli immigrati in quasi tutti i settori della manifattura.

Tavola 11.4

Incidenza degli immigrati in Italia sull'occupazione
per posizione professionale e branca di attività economica nel 2008
(valori percentuali)

VOCI	Agri- coltura	Industria			Totale	Servizi			Totale	
		Totale	Trasfor- mazione indu- striale	Costru- zioni		Com- mercio	Alberghi e risto- ranti	Trasporti e comu- nicazioni		Servizi alle imprese
Lavoratori dipendenti	13,1	10,7	9,3	16,7	7,3	4,4	17,4	6,0	7,3	8,5
Dirigenti o quadri	4,8	1,8	2,1	0,8	0,9	1,5	2,2	1,1	3,9	1,1
Impiegati	1,5	1,2	1,4	1,0	1,6	1,8	7,5	1,0	1,5	1,5
Operai	14,4	14,4	12,7	20,0	18,3	7,2	19,7	12,4	19,1	16,3
Lavoratori autonomi	0,6	7,1	3,7	10,7	3,9	4,7	5,6	5,0	2,1	4,5
Imprenditori	–	1,9	1,3	2,8	3,0	1,7	6,4	0,9	5,5	2,3
Liberi professionisti	–	2,3	3,1	1,3	1,7	2,3	21,4	2,7	1,0	1,7
Lavoratori in proprio	0,6	8,3	3,7	12,1	5,1	5,2	5,1	4,9	5,0	5,6
Totale	6,6	10,0	8,4	14,5	6,4	4,5	13,4	5,9	5,1	7,5

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

Sulla base dei dati dell'INPS, nel 2004 nel settore privato non agricolo il differenziale retributivo settimanale dei lavoratori stranieri rispetto ai nati in Italia era in media superiore al 22 per cento. Circa metà del divario era riconducibile alla concentrazione in settori con livelli retributivi inferiori alla media (costruzioni, alberghi e ristorazione) e a un inquadramento generalmente più basso. La parte rimanente rifletterebbe, oltre che livelli diversi di istruzione, anche la scarsa trasferibilità, almeno in una fase

iniziale, del capitale umano accumulato prima dell'ingresso in Italia. Vi concorrerebbe anche la maggiore probabilità per i lavoratori stranieri di essere occupati in imprese mediamente meno produttive.

Utilizzando i dati relativi a un campione di immigrati presenti in Lombardia rilevato dall'Ismu, si stima che i rendimenti dell'istruzione e dell'esperienza lavorativa conseguite nel paese di origine siano positivi, ma significativamente inferiori a quelli dei lavoratori italiani con caratteristiche simili. Il processo di integrazione e assimilazione delle competenze necessarie sarebbe tuttavia piuttosto veloce: la retribuzione degli stranieri, pur restando inferiore a quella dei lavoratori italiani, crescerebbe infatti più rapidamente per ogni anno di esperienza maturata in Italia.

Analisi condotte sui dati dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) della Banca d'Italia per il periodo 2003-07 indicano che i lavoratori stranieri rappresentano una quota più ampia della manodopera in imprese che già nella prima metà degli anni novanta erano caratterizzate da livelli di efficienza inferiori alla media; parte del differenziale retributivo rifletterebbe quindi anche differenze di produttività tra le imprese.

La rapida crescita della popolazione straniera ha determinato anche un aumento della quota di imprese individuali gestite da immigrati: alla fine del 2008 esse erano pari al 9 per cento del totale delle imprese attive (il 7 per cento era gestito da cittadini extracomunitari; tav. 11.5). Come gli occupati dipendenti, anche gli imprenditori stranieri tendono a concentrarsi in attività a basso contenuto d'innovazione o bassa qualifica. Ciò potrebbe anche riflettere un'iniziale difficoltà di accesso al credito, derivante dalla percezione da parte del sistema creditizio di una maggiore rischiosità dell'imprenditore straniero.

Tavola 11.5

Incidenza dell'imprenditoria straniera (valori assoluti e percentuali)				
SETTORI	Totale imprese individuali	Quote per provenienza dell'imprenditore		
		Extra-UE	UE	Italia
Manifattura	325.264	8,8	1,7	89,2
alta tecnologia	54.077	3,3	1,7	94,9
bassa tecnologia	271.187	9,9	1,7	88,1
Costruzioni	572.950	11,6	5,9	82,5
Servizi	1.696.225	8,1	1,5	90,2
alto capitale umano	290.264	5,9	1,9	92,1
basso capitale umano	1.405.961	8,6	1,4	89,7
Totale economia (1)	3.422.448	7,0	2,0	90,8

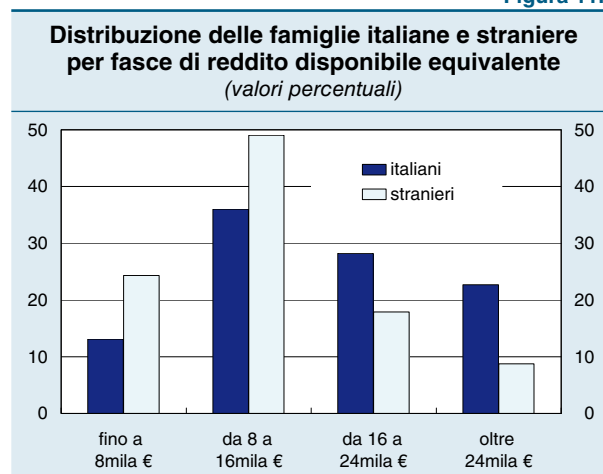
Fonte: Infocamere, 2008.
(1) Include anche le imprese agricole ed estrattive.

Nostre analisi indicano che il costo del credito per le ditte individuali costituite da extracomunitari è, a parità di caratteristiche dell'impresa e dell'imprenditore (come l'età, il sesso, la localizzazione geografica e il settore di appartenenza), in media superiore di circa 60 punti base a quello per le ditte costituite da nati in Italia. Il differenziale medio varia in modo significativo a seconda del continente d'origine, in parte a causa del diverso grado di omogeneità tra la cultura colà prevalente e l'Italia. Anche in questo caso, il differenziale si attenua con il perdurare della relazione bancaria, suggerendo che esso possa riflettere l'iniziale difficoltà di valutazione del merito di credito degli imprenditori meno noti al mercato.

Il divario retributivo e la maggiore presenza nei comparti a minore produttività, assieme con la minore detenzione di ricchezza reale e finanziaria (solo l'1 per cento di quella complessiva delle famiglie residenti in Italia), si riflettono sul livello del reddito familiare degli stranieri. I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia mostrano che, nella media del periodo 2002-06, il reddito disponibile

equivalente delle famiglie con a capo un individuo nato all'estero di età compresa tra i 25 e i 54 anni (circa il 5 per cento del totale delle famiglie) era inferiore di circa un terzo a quello delle famiglie dei nati in Italia. Nello stesso periodo, circa i tre quarti delle famiglie straniere aveva un reddito disponibile equivalente inferiore a quello mediano (pari a circa 16.000 euro); per oltre un quarto il reddito era anche inferiore alla metà di quello mediano, un valore convenzionale per la soglia di povertà (fig. 11.3).

Figura 11.3



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie*, anni 2002-06; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Una quota ampia del reddito degli immigrati è trasferita al paese d'origine sotto forma di rimesse. Nel 2006 le rimesse ammontavano a poco meno di 5 miliardi di euro, pari a circa il 15 per cento del reddito da lavoro complessivo stimabile per i lavoratori stranieri. Indicazioni simili emergono dai dati rilevati nel 2007 dall'Ismu, secondo cui gli immigrati presenti in Lombardia inviano in media circa il 13 per cento del reddito familiare netto al paese d'origine (circa 2.000 euro all'anno). L'incidenza delle rimesse è maggiore nelle fasce di reddito più basse, tra coloro che sono emigrati di recente e qualora la famiglia sia rimasta nel paese di origine.

Le conseguenze dell'immigrazione per il paese ospite

Il principale effetto dell'immigrazione per un paese sviluppato è l'attenuazione degli squilibri demografici che discendono dal rapido invecchiamento della popolazione che già vi risiede; vi influiscono sia la più giovane età sia la maggiore fecondità degli stranieri.

Nel 2008, in Italia il tasso di dipendenza, misurato dal rapporto tra la popolazione con 65 anni e oltre e quella in età da lavoro (15-64 anni), era pari al 30,4 per cento. In assenza della popolazione straniera residente sarebbe risultato più elevato di due punti. L'apporto della popolazione di origine straniera è inoltre destinato a crescere rapidamente. Sulla base delle previsioni demografiche dell'Istat, nel 2050 il tasso di dipendenza dovrebbe collocarsi attorno al 60 per cento; in assenza dei flussi migratori previsti per i prossimi quarant'anni e tenuto conto della conseguente riduzione della fecondità media, potrebbe raggiungere circa il 75 per cento.

Gli effetti della crescente presenza di residenti stranieri in età da lavoro sulle condizioni retributive e occupazionali dei cittadini del paese ospite dipendono dalle caratteristiche della popolazione immigrata e dal grado di complementarità tra lavoratori con diversa professionalità nel processo produttivo. In particolare, l'afflusso di lavoratori stranieri impiegati con mansioni tecniche e operaie può sostenere la domanda di lavoro per funzioni gestionali e amministrative, che richiedono qualifiche più elevate e maggiormente rappresentate tra i nativi. Le valutazioni più recenti indicano come nei paesi sviluppati il forte aumento dell'immigrazione registrato negli ultimi anni abbia avuto un effetto lievemente positivo sulla retribuzione media dei residenti. Una contenuta flessione si sarebbe registrata solo per le occupazioni meno qualificate, dove la pressione competitiva esercitata dagli immigrati è più forte. Indicazioni qualitativamente simili emergono anche con riferimento alle prospettive occupazionali dei cittadini del paese ospite.

Negli Stati Uniti i flussi migratori degli ultimi vent'anni avrebbero avuto un effetto positivo sul salario medio, anche in conseguenza dell'adeguamento della dotazione di capitale. La retribuzione dei nativi meno qualificati si sarebbe solo lievemente ridotta (circa l'1 per cento in termini reali), principalmente per la concorrenza esercitata dalla forza lavoro proveniente dal Messico; il calo avrebbe interessato soprattutto i lavoratori stranieri già presenti nel paese. Dopo l'unificazione della Germania, l'ingresso di lavoratori provenienti dai Länder orientali non ha avuto effetti sostanziali sulla retribuzione media dei Länder occidentali. Indicazioni simili emergono per il Regno Unito.

Come per i paesi con una più lunga esperienza di immigrazione, anche per l'Italia si confermerebbe la complementarità dei lavoratori immigrati con ampi segmenti della popolazione nativa in età da lavoro, in particolare quella più istruita e quella femminile. L'effetto complessivamente positivo sulle prospettive occupazionali dei lavoratori italiani non si sarebbe associato a conseguenze negative sui livelli retributivi. Prime evidenze basate sui dati dell'INPS suggeriscono che la retribuzione media dei dipendenti privati italiani nelle regioni maggiormente interessate dai flussi migratori non sarebbe variata in misura significativamente diversa da quella media nazionale.

Mettendo la diversa distribuzione della manodopera immigrata sul territorio nazionale in relazione con i risultati del mercato del lavoro locale, si trova che le aree con una maggiore incidenza straniera hanno in media attratto più italiani laureati, soprattutto per effetto delle decisioni di mobilità dei segmenti più giovani della popolazione; si sarebbero invece ridotti i trasferimenti degli italiani meno istruiti, soprattutto per la riduzione dei flussi migratori interni verso le regioni centro-settentrionali. In queste regioni sarebbe anche aumentato il tasso di occupazione degli italiani che hanno conseguito almeno un diploma di scuola superiore. Gli effetti sarebbero stati particolarmente positivi sull'offerta di lavoro e sulle prospettive occupazionali delle donne, soprattutto quelle più istruite o con figli di età inferiore ai cinque anni. In Italia, dove i servizi domestici e di cura sono prodotti all'interno della famiglia e affidati alle donne in misura maggiore che in altri paesi sviluppati, ciò rifletterebbe in gran parte la riduzione del loro costo, derivante dalla maggiore presenza di lavoratrici straniere.

Dietro la capacità di assorbimento dell'offerta di lavoro straniera vi sono anche gli adeguamenti della struttura produttiva e della domanda di lavoro. Questi possono consistere sia in uno spostamento verso i settori a più elevato contenuto di lavoro a bassa qualifica, sia in un aumento, all'interno di ogni settore, dell'intensità di lavoro. Come negli Stati Uniti e in Germania, anche in Italia sarebbe prevalso questo secondo canale. Secondo i dati di Invind, nel periodo 1996-2007, le imprese manifatturiere italiane localizzate in aree a più elevata presenza di immigrati avrebbero progressivamente aumentato l'incidenza delle mansioni operaie sulla manodopera totale, senza peraltro accrescere la dimensione aziendale. Le segnalazioni delle Camere di commercio relative alla costituzione di nuove imprese indicano che la maggiore presenza straniera si assocerebbe anche a un maggiore tasso di natalità di imprese manifatturiere, in particolare nei settori ad alta intensità di lavoro.

I giovani stranieri e la scuola

L'intensificarsi dei flussi in ingresso nel nostro paese e il più lungo orizzonte temporale della popolazione immigrata presente sul territorio hanno determinato un forte aumento del numero di minorenni con origini straniere, per effetto sia dei ricongiungimenti familiari sia del maggiore tasso di fecondità delle donne straniere. Nel 2008 essi costituivano oltre il 7 per cento dei minorenni residenti e circa un decimo delle persone con meno di sei anni, quasi il doppio dell'incidenza registrata in queste fasce d'età nel 2003.

Stime condotte sulle proiezioni demografiche recentemente diffuse dall'Istat indicano che la quota di giovani con origini straniere crescerà nel 2050 a circa un terzo sia dei residenti con meno di 15 anni sia di quelli di età compresa tra i 15 e i 24 anni, valori in linea con quelli attualmente registrati in paesi di tradizionale immigrazione come il Canada e gli Stati Uniti. Per la maggior parte saranno persone nate in Italia in famiglie con almeno un genitore immigrato. Già per il 2008 la Rilevazione sulle forze di lavoro indica che il 90 per cento dei bambini stranieri di età inferiore ai sei anni è nato in Italia, rispetto a poco più di metà di quelli di età compresa tra i sei e i dieci anni.

La componente straniera contribuirà in misura significativa a definire il livello e la qualità futuri del capitale umano che sarà disponibile in Italia. Secondo le rilevazioni del Ministero dell'Istruzione, dall'anno scolastico 1997-98 a quello 2006-07, gli alunni con cittadinanza straniera presenti nei livelli fino alla scuola secondaria di secondo grado sono passati da circa 70.000 a oltre mezzo milione (il 5,6 per cento della popolazione scolastica corrispondente), di cui i tre quinti nella scuola primaria e secondaria di primo grado (circa il 7 per cento degli alunni). Se non accompagnata da meccanismi efficaci di integrazione, questa rapida espansione aumenterà il già ampio divario nella dotazione di capitale umano del nostro paese nel confronto internazionale, poiché la popolazione scolastica straniera registra significativi ritardi che si manifestano già nella scuola primaria e si ampliano ulteriormente nei livelli scolastici successivi.

Nell'anno scolastico 2006-07, l'ultimo per cui sono disponibili i dati, oltre un terzo degli alunni stranieri iscritti all'ultimo anno della scuola primaria risultava in ritardo rispetto al normale corso di studi, contro poco più del 2 per cento di quelli italiani; il ritardo si associava a divari nel livello delle competenze acquisite fino a quel punto. Nella scuola secondaria di primo grado la quota percentuale di promossi tra gli stranieri era più bassa di circa 7 punti rispetto a quella degli alunni italiani; nella scuola secondaria di secondo grado il divario medio era più che doppio. Quest'ultimo divario riflette solo in minima parte le scelte circa i percorsi scolastici che, tra gli stranieri, sono indirizzate maggiormente verso l'istruzione tecnica e professionale dove i tassi di promozione sono significativamente più bassi.

Le conseguenze del ritardo nella progressione negli studi sull'accumulazione di capitale umano degli alunni stranieri sono aggravate dai più elevati tassi di abbandono scolastico. Nel 2008, sulla base dei dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro*, circa il 10 per cento delle persone di età compresa tra i 15 e i 17 anni di provenienza straniera aveva interrotto gli studi, il doppio di quelli con cittadinanza italiana. Nella classe di età 18-21 anni circa il 40 per cento degli stranieri aveva abbandonato la scuola senza avere conseguito un diploma, contro circa il 16 per cento degli italiani, e solo il 5 per cento proseguiva gli studi oltre il diploma (oltre il 25 per cento tra gli italiani). Solo una quota minima di questi divari è riconducibile alle differenti caratteristiche familiari o al più ampio contesto sociale di riferimento.

Ampi divari nel livello delle competenze acquisite sono riscontrabili anche tra gli adolescenti che scelgono di proseguire gli studi. Sulla base dell'ultima indagine PISA dell'OCSE, condotta nel 2006 tra i quindicenni, gli stranieri registrano un significativo ritardo nelle competenze acquisite, quantificabile in media in circa un anno di istruzione (due per i soli giovani di origine extracomunitaria). Con riferimento ai soli apprendimenti di matematica, il divario si dimezzerebbe considerando il ritardo nelle competenze di comprensione dei testi, sempre misurate dal test PISA. Come nel caso degli abbandoni scolastici, il divario riflette essenzialmente una più debole relazione tra le caratteristiche dei genitori e gli esiti dei figli anziché differenti caratteristiche dei primi rispetto ai genitori italiani.

Gli immigrati e la finanza pubblica

I divari di reddito e di spesa tra italiani e stranieri e la differente struttura demografica delle rispettive popolazioni si riflettono sull'entità e sulla composizione dei flussi economici nei confronti delle finanze pubbliche. Si può stimare che nel 2006 gli stranieri, che rappresentavano circa il 5 per cento della popolazione residente, contribuivano per circa il 4 per cento alle entrate derivanti dall'imposta personale sul reddito, dall'IVA e dalle accise, dai contributi sociali e dall'IRAP sul settore privato (complessivamente, oltre il 70 per cento del totale delle entrate) e assorbivano circa il 2,5 per cento della spesa per istruzione, prestazioni pensionistiche, sanitarie e a sostegno del reddito (complessivamente pari a circa il 60 per cento della spesa primaria).

Sulla base dell'indagine EU-SILC, si può stimare che ai residenti con cittadinanza straniera sono riconducibili circa 4,5 miliardi di euro a titolo di imposta personale sul reddito e poco meno di 10 in contributi sociali (rispettivamente, il 3 e il 5 per cento del gettito complessivo derivato da queste poste). Se commisurata all'intera popolazione, l'imposta pro capite sul reddito è stata pari a circa il 60 per cento di quella versata dai cittadini italiani, per effetto del più basso reddito percepito e della progressività del tributo. In media i contributi sociali versati da un occupato straniero sono circa l'80 per cento di quelli di un italiano.

Considerando i dati dell'*Indagine sui bilanci delle famiglie* della Banca d'Italia, il gettito dell'IVA e delle accise prodotto da contribuenti stranieri è stimabile in circa il 3 per cento di quello complessivo per effetto sia del più basso livello di spesa per consumi sia della minore quota di beni durevoli, soggetti ad aliquote maggiori. Agli stranieri è invece riconducibile circa il 5 per cento dell'IRAP sui soggetti privati. Nel complesso, agli stranieri residenti in Italia sono attribuibili poco meno di 5 miliardi relativamente alle suddette imposte indirette; l'importo pro capite è pari a oltre il 60 per cento di quello degli italiani.

Ancora nel 2006, sulla base dei dati del Ministero dell'Istruzione e dell'indagine EU-SILC, gli stranieri avrebbero complessivamente assorbito oltre il 5 per cento della spesa per istruzione, pari a poco meno di 4 miliardi. La quota sarebbe stata maggiore, attorno al 7 per cento, nei livelli prescolastici e della scuola primaria riflettendo la maggiore incidenza della popolazione con cittadinanza straniera nelle classi di età iniziali. La quota scende al 2,5 per cento nei livelli di istruzione successivi a quello secondario (che include principalmente l'università), indicando un tasso di partecipazione particolarmente basso a fronte di una incidenza sulle relative classi di età superiore a quella media della popolazione.

La più giovane età media della popolazione straniera comporta anche una più bassa spesa sanitaria (circa il 3 per cento del totale, 3 miliardi) e minori erogazioni per prestazioni pensionistiche. Sulla base dei dati dell'INPS, nel 2006 i pensionati nati all'estero percepivano complessivamente l'1 per cento della spesa totale (pari a circa 2,3 miliardi). I lavoratori stranieri stanno accumulando rilevanti montanti contributivi che si tradurranno in maggiori prestazioni in futuro; si può stimare che nell'arco di un decennio la suddetta quota di spesa dovrebbe più che raddoppiare. Considerando solo i beneficiari, l'importo medio delle pensioni di invalidità, vecchiaia e superstiti è inferiore di circa il 25 per cento a quello dei residenti; quelle assistenziali risultano superiori di circa un quarto. Sulla base dei dati dell'INPS e dell'indagine EU-SILC, le prestazioni a sostegno del reddito (con l'esclusione delle indennità di malattia e infortunio) erogate agli stranieri rappresenterebbero circa il 7 per cento del totale (quasi 1 miliardo).

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

Nel 2008 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia, dopo essere rimasto sostanzialmente stabile nel biennio 2006-07, ha ripreso ad aumentare, salendo a 53,6 miliardi di euro (pari al 3,4 per cento del PIL; 2,4 nel 2007; tav. 12.1). L'ampliamento del disavanzo è attribuibile soprattutto ai redditi, il cui deficit è passato da 19,6 a 29,5 miliardi principalmente per effetto della crescente posizione debitoria sull'estero, e al saldo commerciale, che è ritornato in passivo (-0,7 miliardi da 3,2 nel 2007) per il rincaro dei prodotti energetici. Il disavanzo nei servizi è leggermente cresciuto per la stagnazione degli introiti dei viaggi degli stranieri in Italia e per il calo delle entrate dei trasporti internazionali, determinato dalla crisi dell'Alitalia. Anche il deficit nei trasferimenti unilaterali si è ampliato (da 14,2 a 16,0 miliardi).

A fronte di un disavanzo complessivo di 52,8 miliardi nel conto corrente e nel conto capitale, ci sono stati afflussi per 49,6 miliardi nel conto finanziario. Nel quadro di un generalizzato ridimensionamento delle fusioni e acquisizioni internazionali, si è avuta una riduzione dei deflussi netti connessi con gli investimenti diretti (da 37,0 a 18,3 miliardi). Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio hanno raggiunto livelli eccezionalmente elevati (da 18,1 a 118,5 miliardi), in buona parte come risultato degli ingenti disinvestimenti azionari, più per le attività che per le passività, innescati dalla crisi finanziaria. Gli "altri investimenti" hanno nuovamente registrato deflussi netti (51,8 miliardi): in particolare nell'ultimo trimestre del 2008 la difficoltà a reperire finanziamenti sui mercati interbancari internazionali ha ridotto l'indebitamento all'estero delle banche italiane, manifestandosi in ingenti uscite di fondi. Le riserve ufficiali sono aumentate di 5,6 miliardi.

La posizione debitoria netta sull'estero è più che raddoppiata, da 81,2 a 196,2 miliardi (il 12,5 per cento del PIL), soprattutto per il crollo dei corsi azionari, che ha ridimensionato le attività più delle passività, oltre che per gli ingenti afflussi nel conto finanziario.

Dal 2008 la Banca d'Italia ha iniziato a ricevere i dati raccolti presso un campione di imprese (circa 9.000 nel 2009) per finalità di compilazione della bilancia dei pagamenti (cfr. la Relazione sull'anno 2007). L'entrata a regime del nuovo sistema – prevalentemente basato su indagini campionarie, oltre che su informazioni "titolo per titolo" fornite dalle banche depositarie relativamente alle consistenze finanziarie della clientela – è prevista per il 2010. Il pieno utilizzo delle nuove fonti comporterà l'abbandono delle segnalazioni bancarie basate sui regolamenti. Sulla base dei nuovi dati finora raccolti è stato inoltre avviato un processo di revisione della gran parte degli aggregati della bilancia dei pagamenti e della posizione verso l'estero dell'Italia.

Tavola 12.1

Bilancia dei pagamenti (1) (miliardi di euro)					
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008
Conto corrente	-13,1	-23,6	-38,3	-37,7	-53,6
Merci	8,9	0,5	-10,2	3,2	-0,7
<i>Prodotti non energetici (2)</i>	36,9	37,5	37,5	47,9	56,6
<i>Prodotti energetici (2)</i>	-28,0	-37,0	-47,7	-44,7	-57,3
Servizi	1,2	-0,5	-1,3	-7,1	-7,4
Redditi	-14,8	-13,6	-13,6	-19,6	-29,5
Trasferimenti unilaterali	-8,3	-10,0	-13,3	-14,2	-16,0
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	-6,5	-8,2	-8,1	-8,4	-10,3
Conto capitale	1,7	1,3	1,8	2,3	0,8
Attività intangibili	..	0,1	-0,1	-0,1	..
Trasferimenti unilaterali	1,7	1,3	1,9	2,3	0,8
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	2,8	3,7	3,8	3,3	2,2
Conto finanziario	9,0	20,9	25,4	26,2	49,6
Investimenti diretti	-2,0	-17,6	-2,3	-37,0	-18,3
<i>all'estero</i>	-15,5	-33,6	-33,5	-66,3	-29,9
<i>in Italia</i>	13,5	16,1	31,3	29,4	11,6
Investimenti di portafoglio	26,4	43,4	44,3	18,1	118,5
azioni	0,5	-16,0	-8,8	-0,3	70,4
titoli di debito	25,9	59,3	53,1	18,4	48,1
Derivati	1,8	2,3	-0,4	0,4	6,8
Altri investimenti	-19,6	-8,1	-16,7	46,2	-51,8
di cui: <i>istituzioni finanziarie monetarie (3)</i>	-10,0	27,0	44,0	83,0	-18,5
Variazione riserve ufficiali (4)	2,3	0,8	0,4	-1,5	-5,6
Errori e omissioni	2,4	1,4	11,1	9,2	3,2

(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.

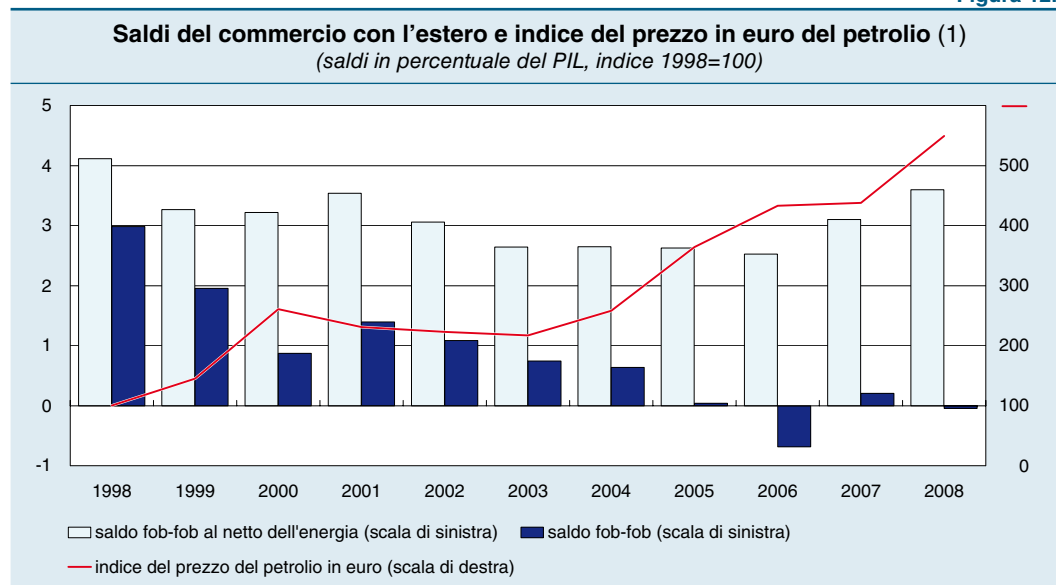
Il conto corrente e il conto capitale

Gli scambi di merci. – Nel 2008 il saldo commerciale (nella valutazione fob-fob) è peggiorato di 3,9 miliardi: la crescita in valore delle importazioni (2,5 per cento) ha superato quella delle esportazioni (1,4 per cento). Il disavanzo energetico ha ripreso ad aumentare dall'ultima parte del 2007 a causa della forte crescita dei prezzi petroliferi, che nel luglio scorso hanno toccato il loro massimo storico in termini nominali; il crollo dei corsi nei mesi successivi ha parzialmente contenuto il peggioramento nel complesso del 2008. L'attivo strutturale nel commercio estero di beni non energetici si è ampliato per il quinto anno consecutivo (fig. 12.1) e ha raggiunto il 3,6 per cento del PIL, ma, contrariamente agli anni precedenti, solamente per un calo delle importazioni in valore (-2,1 per cento, a fronte di una crescita dello 0,6 per cento delle esportazioni).

L'ampliamento del disavanzo commerciale è stato determinato dal peggioramento delle ragioni di scambio (-3 per cento, quasi interamente dovuto all'aumento dei prezzi energetici), che ha sovrastato

l'effetto di segno opposto scaturito da una flessione in volume delle importazioni più ampia di quella delle esportazioni (rispettivamente, -6,2 e -4,0 per cento; fig. 12.2; cfr. il capitolo 8: La domanda, l'offerta e i prezzi).

Figura 12.1

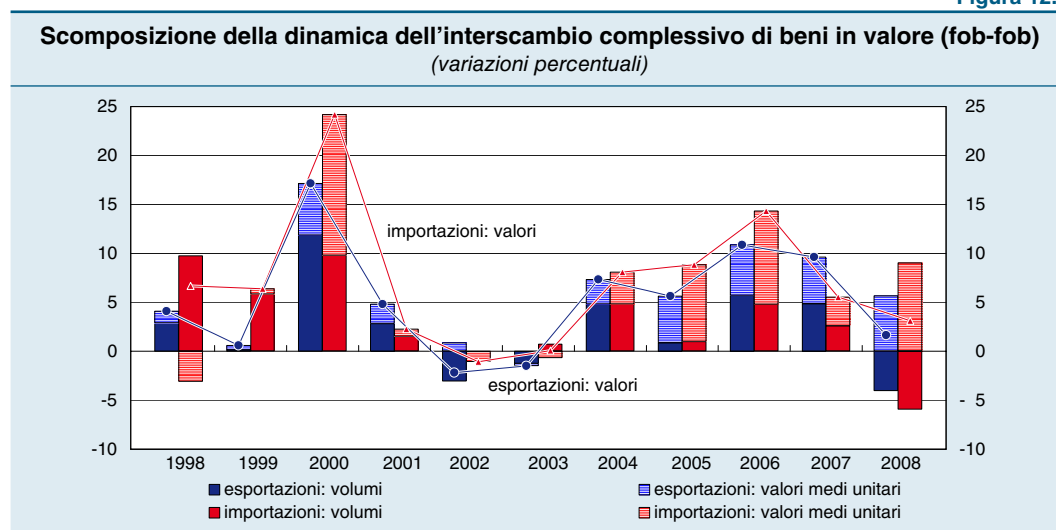


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.

(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.

Il peggioramento del saldo commerciale fob-fob è interamente dovuto al raddoppio, da 6,1 a 12,3 miliardi, del disavanzo nei confronti dei paesi extra UE-27, che comprendono i nostri principali fornitori di prodotti energetici; l'attivo nei confronti dei paesi dell'Unione europea (UE) ha invece continuato ad ampliarsi (da 9,3 a 11,5 miliardi; tav. 12.2), in seguito a un calo delle importazioni più forte di quello delle esportazioni.

Figura 12.2



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

Tavola 12.2

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area								
<i>(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2007 e composizione percentuale nel 2007)</i>								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2007	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2007	Valori	
	2008			2008			2007	2008
Paesi della UE-27	217,8	-2,1	60,9	206,3	-3,2	58,8	9,3	11,5
Area dell'euro a 16	164,7	-2,2	46,0	167,7	-3,8	48,1	-6,0	-3,1
di cui: <i>Francia</i>	41,8	-0,6	11,5	32,9	-2,9	9,3	8,2	8,9
<i>Germania</i>	47,6	0,6	12,9	61,0	-3,5	17,5	-15,9	-13,4
<i>Spagna</i>	24,5	-10,8	7,5	15,0	-6,1	4,4	11,4	9,4
Altri paesi della UE-27	53,2	-1,9	14,8	38,6	-0,9	10,7	15,2	14,6
di cui: <i>Regno Unito</i>	19,6	-7,7	5,8	11,5	-7,5	3,4	8,8	8,1
Resto del mondo	152,8	6,8	39,1	165,0	10,7	41,2	-6,1	-12,3
Cina	6,4	2,5	1,7	22,5	11,8	5,6	-13,9	-16,1
Giappone	4,3	-1,3	1,2	4,8	-7,2	1,4	-0,8	-0,5
OPEC	21,4	19,6	4,9	40,8	23,7	9,1	-15,2	-19,5
Russia	10,5	9,6	2,6	15,1	11,6	3,7	-4,0	-4,7
Stati Uniti	23,1	-5,0	6,6	11,5	9,4	2,9	13,8	11,6
Svizzera	14,5	8,8	3,6	11,3	1,5	3,1	2,2	3,2
Altri	72,6	7,8	18,4	58,9	6,1	15,3	11,8	13,7
Totale	370,6	1,4	100,0	371,3	2,5	100,0	3,2	-0,7

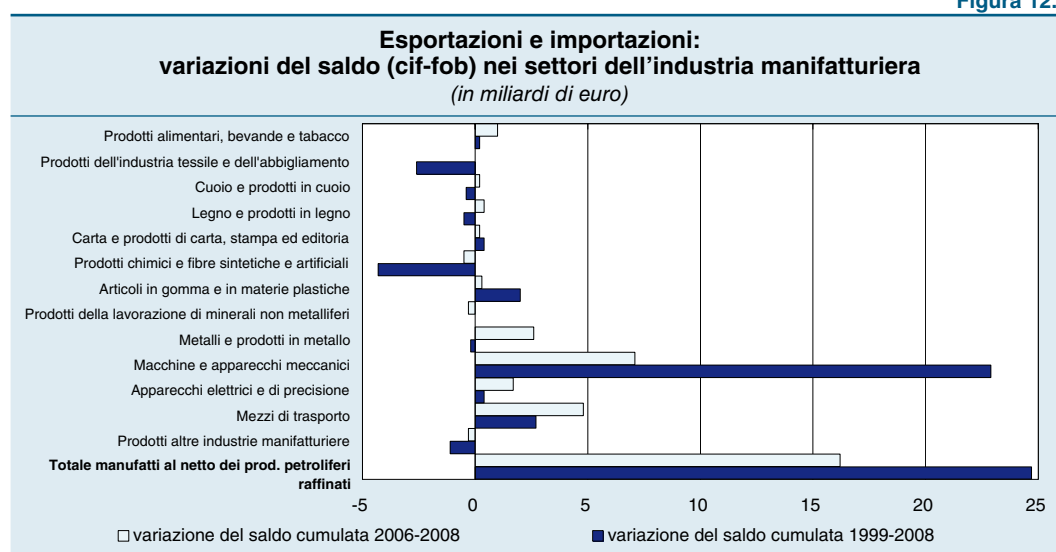
Nei confronti dei paesi dell'area dell'euro il disavanzo si è dimezzato passando da 6,0 a 3,1 miliardi: il deficit negli scambi commerciali con la Germania si è ridotto di 2,5 miliardi per effetto di un calo delle importazioni, in particolare di macchinari elettrici e autoveicoli, a fronte di un ristagno delle esportazioni; l'avanzo nei confronti della Francia è leggermente aumentato, in seguito a un calo delle importazioni più forte rispetto a quello delle esportazioni; si è invece ridotto l'attivo verso la Spagna, uno dei primi paesi dell'area a risentire della crisi internazionale, per effetto di un brusco calo delle nostre esportazioni. È leggermente diminuito anche il surplus nei confronti dei paesi UE non facenti parte dell'area dell'euro, in un contesto di riduzione dell'interscambio bilaterale.

L'ampliamento del disavanzo nei confronti dei paesi esterni alla UE è pressoché interamente attribuibile agli scambi con i paesi dell'OPEC, gli Stati Uniti e la Cina. L'eccezionale aumento del prezzo del petrolio nella prima parte del 2008 ha causato un ampliamento da 15,2 a 19,5 miliardi del deficit verso i paesi dell'OPEC, nonostante il proseguimento dell'intensa crescita delle vendite verso tali paesi, la cui domanda è soppressa dagli introiti petroliferi. Gli acquisti dalla Cina, il terzo paese per quota di mercato sulle importazioni italiane, seppure in forte rallentamento sono cresciuti dell'11,8 per cento; le esportazioni italiane, anch'esse in brusca frenata, sono aumentate solamente del 2,5 per cento, determinando un ulteriore ampliamento del disavanzo bilaterale. È inoltre proseguita la riduzione dell'attivo nei confronti degli Stati Uniti: a una robusta crescita delle importazioni, favorita dal deprezzamento del dollaro nella prima parte dell'anno, si è accompagnata un'intensificazione del calo delle esportazioni, che ha riguardato in particolare i settori tradizionali del "made in Italy" e i macchinari elettrici, causata dalla riduzione della domanda statunitense, oltre che dai movimenti del tasso di cambio.

Dopo una fase di ripresa iniziata nel 2004 e intensificatasi nel biennio 2006-07, le esportazioni di manufatti non energetici nella definizione cif-fob hanno ristagnato, ri-

sentendo negativamente dell'apprezzamento dell'euro e del brusco calo della domanda mondiale nella parte finale dell'anno. I maggiori contributi all'aumento dell'avanzo manifatturiero sono provenuti dai prodotti in metallo e dai mezzi di trasporto: in entrambi i settori la crescita delle esportazioni è stata moderata o nulla a fronte di un netto calo delle importazioni in valore (determinato da una forte caduta degli acquisti in volume: rispettivamente, -8,3 e -8,1 per cento). Il surplus nei prodotti meccanici – il settore che più ha contribuito nell'ultimo decennio all'ampliamento dell'attivo (fig. 12.3) – ha continuato ad aumentare, seppure meno intensamente rispetto al recente passato, per l'effetto congiunto di una moderata crescita delle esportazioni (2,5 per cento) e di un leggero calo delle importazioni (-0,9 per cento). Dopo un'interruzione nel biennio precedente, l'avanzo commerciale nei settori tradizionali ha invece ripreso a ridursi a causa della caduta delle esportazioni in volume.

Figura 12.3



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

I servizi. – Per il quarto anno consecutivo si è registrato un disavanzo nei servizi (7,4 miliardi, lo 0,5 per cento del PIL; tav. 12.3), in ulteriore lieve peggioramento rispetto al 2007. I contributi negativi dei viaggi e delle costruzioni sono stati solo parzialmente compensati dai miglioramenti nei saldi dei servizi assicurativi e finanziari e dei servizi di comunicazione.

La riduzione dell'avanzo nella voce "viaggi", che registra gli introiti e le uscite legate ai viaggi internazionali per motivi sia di lavoro sia personali, scaturisce da un aumento delle spese all'estero per vacanze dei viaggiatori italiani e da una stagnazione delle entrate. In un contesto di riduzione dell'attività economica sia interna sia estera si è invece quasi azzerato il modesto disavanzo nei viaggi per motivi di lavoro: la stasi delle entrate è stata più che compensata dal calo delle uscite.

Dal lato degli introiti sono aumentate le spese dei viaggiatori provenienti dai paesi della UE (1,2 per cento), compresi i due paesi più rilevanti per spesa, Germania e Francia, e dai paesi europei non comunitari (4,9 per cento), in particolare la Russia; sono invece diminuite le spese dei viaggiatori statunitensi, in connessione con il deprezzamento del dollaro. Dal lato degli esiti, le spese degli italiani all'estero sono cresciute maggiormente nelle destinazioni europee esterne alla UE.

Nel 2008 la quota di mercato dell'Italia sugli introiti da viaggi internazionali, valutata a prezzi e cambi correnti, si è ancora lievemente ridotta, di 0,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Tra il 2000 e il 2008 la quota italiana è scesa dal 5,8 al 4,9 per cento; quella francese è diminuita dal 6,4 al 5,8 per cento mentre la quota spagnola è aumentata dal 6,2 al 6,5 per cento, pur subendo un calo nell'ultimo quinquennio. Secondo le stime dell'Organizzazione mondiale del commercio l'Italia si colloca al quarto posto in base agli introiti in dollari, dopo Stati Uniti, Spagna e Francia.

Tavola 12.3

Interscambio di servizi (miliardi di euro)						
VOCI	Crediti		Debiti		Saldi	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Totale	81,8	81,4	88,9	88,8	-7,1	-7,4
di cui: viaggi	31,1	31,1	20,0	20,9	11,2	10,2
di cui: vacanze	18,5	17,9	8,6	8,9	9,9	9,1
motivi di lavoro	6,8	6,8	7,2	6,9	-0,4	-0,1
trasporti	13,2	12,4	20,2	19,9	-7,1	-7,5
altri servizi per le imprese	25,6	26,4	33,0	33,6	-7,4	-7,1
di cui: servizi tecnici e professionali	16,5	14,9	18,3	17,1	-1,8	-2,2
costruzioni	2,3	2,2	2,5	3,2	-0,2	-1,1
finanziari e assicurativi	4,0	4,2	3,6	3,2	0,4	1,0
royalties e licenze	0,8	0,6	1,2	1,2	-0,5	-0,7
informatici e di informazione	0,7	0,8	1,3	1,4	-0,6	-0,6
comunicazione	2,3	1,7	3,2	2,0	-1,0	-0,3

Il disavanzo negli “altri servizi per le imprese”, che rappresentano la principale voce relativa all’acquisto di servizi all’estero dell’Italia, si è lievemente ridotto in conseguenza di una crescita delle esportazioni (3,4 per cento) superiore a quella delle importazioni (1,8 per cento, da 15,4 nel 2007).

Nel contesto di una riduzione dei flussi in entrata e in uscita di servizi di trasporto per effetto della recessione internazionale, il deficit strutturale nel comparto è leggermente cresciuto rispetto al 2007. Gli introiti sono diminuiti più intensamente degli esborsi (rispettivamente, del 5,4 e dell’1,4 per cento), essenzialmente a causa dell’accreciuto disavanzo nel trasporto aereo di passeggeri determinato dalla crisi dell’Alitalia: le uscite sono aumentate del 17,6 per cento, gli incassi sono caduti del 35,0.

Il comparto aereo costituisce la principale modalità di trasporto internazionale di passeggeri da e per il nostro paese. Secondo l’Indagine campionaria sul turismo internazionale dell’Italia la quota di mercato dei vettori italiani, misurata sul numero di passeggeri, è scesa dal 30 per cento nel 1999 al 21 nel 2008. Nello stesso periodo si sono affermati i voli low cost, la cui quota sul numero totale di passeggeri italiani e stranieri trasportati è salita dal 5 al 32 per cento; di questo sviluppo hanno beneficiato quasi esclusivamente i vettori esteri, che nel 2008 costituivano circa il 90 per cento del comparto.

Anche con riferimento al trasporto di merci da e per l’Italia, le quote di mercato misurate in termini di volumi dei vettori italiani sono decrescenti e modeste: per le due principali modalità, marittima e stradale, esse sono scese tra il 2000 e il 2008, rispettivamente, dal 20 al 16 per cento e dal 38 al 31 per cento. Il deficit nel comparto marittimo è tuttavia reso meno ingente dall’attività di trasporto “estero su estero” effettuata dagli armatori italiani che, secondo l’Indagine campionaria sui trasporti internazionali dell’Italia, supera sia in volume sia in ricavi il traffico merci da e per l’Italia. Il calo in volume del nostro interscambio di merci e, nell’ultima parte dell’anno, la fortissima contrazione delle tariffe di trasporto navale hanno ridotto il disavanzo di 1,1 miliardi, in conseguenza di un maggiore effetto dal lato dei pagamenti determinato dal deficit strutturale nel comparto.

I redditi. – È proseguito con più forza l’ampliamento del disavanzo nei redditi. Come nel 2007, il peggioramento è attribuibile 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), passato da 19,5 a 29,1 miliardi, e in particolare alla sostenuta crescita degli interessi e dividendi sulle passività di portafoglio. L'andamento riflette soprattutto la crescente posizione debitoria nei confronti dell'estero; il forte aumento dei pagamenti sulle passività di portafoglio (22,6 per cento rispetto al 2007) è dovuto anche all'elevato importo dei dividendi azionari, conseguenti ai positivi risultati aziendali del 2007 e alla prosecuzione della generosa politica di dividendi delle imprese italiane (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). I redditi da lavoro generano un trascurabile disavanzo.

Il deficit complessivo è attribuibile in larga misura (oltre i quattro quinti nel 2008) alle componenti dei redditi da capitale relative agli investimenti di portafoglio in titoli di debito, oltre che agli "altri investimenti"; è risultato in deficit anche il saldo dei redditi sugli investimenti di portafoglio in azioni, a fronte di un modesto attivo per quelli da investimenti diretti (3,3 miliardi nel 2008).

I redditi rilevati nella bilancia dei pagamenti sono stati confrontati con quelli che si otterrebbero applicando rendimenti di mercato (tassi di interesse a breve e a lungo termine e, per gli investimenti diretti e per quelli di portafoglio in azioni e fondi comuni, dividend yield) agli stock di attività e passività sull'estero, tenendo conto anche della loro composizione in valuta. L'esercizio mostra che il peggioramento del saldo nell'ultimo biennio ha riflesso principalmente l'espansione delle consistenze passive, in particolare quelle di titoli non azionari emessi da residenti (prevalentemente titoli di Stato) e quelle delle banche italiane sul mercato interbancario internazionale. Vi hanno concorso il rialzo dei tassi di interesse interni sino ai mesi estivi, e, sia pure in modesta misura, l'apprezzamento dell'euro, in ragione della minore incidenza delle attività denominate in euro rispetto alla corrispondente quota sulle passività (rispettivamente 80 e 93 per cento alla fine del 2007).

I flussi di redditi da capitale registrati nella bilancia dei pagamenti non includono quelli non distribuiti dai fondi comuni. Poiché i residenti detengono una quota considerevole (un quarto del totale alla fine del 2008) di investimenti di portafoglio nella forma di fondi comuni esteri (in gran parte fondi ad accumulazione), mentre il fenomeno inverso è trascurabile, ne consegue una parziale sottostima dei crediti e, quindi, una sovrastima del disavanzo. L'entità di tale distorsione, di difficile quantificazione in base alle informazioni disponibili, potrebbe essere cresciuta negli ultimi anni, in relazione alla maggiore diffusione sul mercato italiano dei fondi di diritto estero.

I trasferimenti. – Il disavanzo nei trasferimenti correnti è cresciuto da 14,2 miliardi nel 2007 a 16,0 nel 2008, per effetto dell'incremento del deficit nei confronti delle Istituzioni comunitarie (da 8,4 a 10,3 miliardi). È inoltre proseguito, seppure con minore intensità rispetto alla media del quinquennio precedente, l'ampliamento del disavanzo nelle rimesse (da 5,8 a 6,2 miliardi), collegato alla crescente presenza in Italia di lavoratori stranieri (cfr. il capitolo 11: *L'immigrazione*). Nel 2008 le rimesse verso i paesi di origine degli immigrati residenti sono risultate pari a 6,4 miliardi, in aumento del 5,6 per cento rispetto al 2007. I principali paesi destinatari per importo si confermano essere la Cina, le Filippine, la Romania e il Marocco.

Gli investimenti

Gli investimenti diretti. – Nel 2008 i flussi mondiali di investimenti diretti hanno fortemente risentito della crisi finanziaria, sia per il deterioramento delle prospettive economiche sia per la minore capacità di autofinanziamento e di accesso al credito da parte delle imprese. Gli investimenti diretti dall'estero in Italia sono scesi del 60,4 per cento, da 29,4 a 11,6 miliardi (pari allo 0,7 per cento del PIL); tale riduzione è da attribuire per circa 9 miliardi a una singola operazione di disinvestimento dell'estero, il passaggio della

proprietà di Banca Antonveneta dal Banco Santander al Monte dei Paschi di Siena. Nell'ambito dei settori non bancari è prevalso un atteggiamento prudente da parte degli investitori esteri, con una contrazione generalizzata delle operazioni, sia di investimento sia di disinvestimento; tra i settori più penalizzati vi è stata la meccanica, che include i mezzi di trasporto, uno dei comparti manifatturieri più colpiti dalla crisi. Sono invece aumentati gli investimenti nel settore energetico, caratterizzato da una fase di intensa innovazione tecnologica. La diminuzione dei flussi in entrata è stata in linea con quella registrata in Germania, ma doppia in termini percentuali rispetto a quella verificatasi in Francia.

Gli investimenti diretti dell'Italia all'estero sono stati pari a 29,9 miliardi, un livello solo leggermente inferiore a quelli del biennio 2005-06: la forte diminuzione rispetto al 2007 (-54,9 per cento) risente di due operazioni di importo elevato avvenute in quell'anno (l'acquisizione di Endesa da parte dell'Enel e la ristrutturazione delle partecipazioni del gruppo UniCredit). Nell'ambito dei settori non bancari sono in particolare diminuiti gli investimenti diretti nei comparti dei macchinari e dei mezzi di trasporto (-57 per cento).

Gli investimenti di portafoglio. – Nel 2008 l'intensificarsi della crisi finanziaria ha indotto gli investitori a una “fuga verso la qualità” e ha aumentato l'*home bias* nelle loro scelte di portafoglio, accrescendo la domanda per i titoli pubblici e determinando il rimpatrio di capitali impiegati all'estero in investimenti più rischiosi. Per i titoli pubblici italiani il primo fattore è risultato più rilevante del secondo: i non residenti hanno aumentato la quota di titoli pubblici italiani nei loro portafogli, mentre la consistente quota del portafoglio degli italiani investita in azioni estere si è ridotta. Gli afflussi complessivi di investimenti di portafoglio hanno così raggiunto nel 2008 un valore storicamente elevato (118,5 miliardi, il 7,5 per cento del PIL); nella media del triennio precedente gli afflussi netti erano stati pari a 35 miliardi. I dati provvisori relativi ai primi tre mesi del 2009 indicano la prosecuzione di tale tendenza.

Il ridimensionamento dei portafogli di azioni estere detenute da residenti, già iniziato nell'estate del 2007 in concomitanza con l'inizio delle turbolenze finanziarie, si è accentuato con l'acuirsi delle tensioni sui mercati. Le vendite hanno generato afflussi per 90,0 miliardi, in forte aumento rispetto agli 11,0 del 2007. Il 61 per cento di tali afflussi è spiegato dai disinvestimenti da quote di fondi comuni esteri – ricomprese dalle statistiche nei titoli di tipo azionario e assai diffuse nei portafogli degli investitori italiani – effettuati dai settori residenti non bancari. La fuga dalle azioni estere ha caratterizzato l'intero anno, raggiungendo un picco di 14,7 miliardi nel mese di ottobre, con il crollo generalizzato degli indici azionari. Nello stesso mese si sono concentrate anche dismissioni di strumenti di debito esteri, per un importo simile, probabilmente finalizzate a fronteggiare le necessità di liquidità degli operatori residenti; nel complesso dell'anno questi ultimi hanno effettuato investimenti netti in titoli non azionari esteri per 13,3 miliardi, un livello paragonabile a quello del 2007 (11,7 miliardi), ma nettamente inferiore rispetto agli anni precedenti.

In modo speculare, anche se per un importo più contenuto (19,6 miliardi, erano stati 11,4 nel 2007), gli investitori esteri hanno ridotto la componente di azioni italiane nel loro portafoglio. Sono invece raddoppiati rispetto al 2007 gli acquisti dall'estero di titoli di debito italiani (da 30,1 a 61,4 miliardi). L'aumento ha riguardato esclusivamente i titoli di Stato. Questi hanno registrato acquisti netti dall'estero per 76,3 miliardi, un importo superiore alle emissioni nette nell'anno. Gli acquisti si sono concentrati in larga prevalenza sui BTP e sui BOT, sono risultati ingenti nel primo trimestre del

2008, a fronte di elevate emissioni nette, e sono proseguiti con ritmo sostenuto anche nel quarto trimestre, dopo l'esplosione della crisi finanziaria.

Tra gli altri paesi dell'area dell'euro, anche Francia e Paesi Bassi hanno registrato forti afflussi per investimenti di portafoglio in titoli del settore pubblico (112,5 e 70,6 miliardi rispettivamente), in corrispondenza di un sensibile aumento delle emissioni nette, concentrato nell'ultima parte dell'anno; più contenuti, e in diminuzione rispetto al 2007, sono stati gli acquisti netti esteri di titoli pubblici emessi dalla Germania (28,9 miliardi).

Gli investitori esteri hanno effettuato cessioni nette di titoli di debito emessi dai settori privati italiani per 14,5 miliardi, da 34,8 miliardi di acquisti nel 2007.

Gli altri investimenti. – Gli “altri investimenti” hanno registrato deflussi netti per 51,8 miliardi: nel 2007 gli afflussi netti erano ammontati a 46,2 miliardi. Le banche italiane, che avevano effettuato raccolta netta di fondi dall'estero nel triennio precedente, hanno smobilizzato sia la raccolta estera sia, in misura minore, gli impieghi all'estero, registrando deflussi di fondi per 18,5 miliardi (a fronte di afflussi netti per 83,0 miliardi nel 2007; cfr. il capitolo 16: *Le banche*); i deflussi hanno interessato soprattutto la componente dei depositi tra le passività, concentrandosi in particolare in settembre e in ottobre, con lo stallo dei mercati interbancari dopo il dissesto di Lehman Brothers.

Le riserve ufficiali. – Nel 2008 le transazioni hanno prodotto un incremento delle riserve ufficiali per 5,6 miliardi. Le riserve auree si sono rivalutate di 4,2 miliardi per effetto di una crescita del prezzo in euro dell'oro del 9,4 per cento e sono risultate pari a 49,0 miliardi alla fine del 2008. Le consistenze sono aumentate da 64,1 miliardi alla fine del 2007 a 75,6 alla fine dello scorso anno.

La posizione patrimoniale sull'estero

Alla fine del 2008 la posizione debitoria netta sull'estero è ulteriormente aumentata, più che raddoppiando da 81,2 miliardi alla fine del 2007 (5,3 per cento del PIL) a 196,2 (12,5 per cento del PIL; tav. 12.4). La crescita è attribuibile per una parte considerevole agli afflussi netti del conto finanziario (49,6 miliardi), ma il fattore più rilevante è costituito dagli aggiustamenti di prezzo (negativi per 69,7 miliardi) scaturiti dalla caduta dei prezzi dei valori mobiliari.

Per le passività gli ingenti afflussi, finalizzati all'acquisto di titoli di Stato, hanno prevalso sugli aggiustamenti negativi di prezzo, determinando un incremento di 30,4 miliardi dello stock complessivo alla fine del 2008. Relativamente alle attività, la caduta dei prezzi dei titoli e in particolare delle azioni e delle quote di fondi, detenute soprattutto dai settori privati non bancari, ha prodotto fortissimi deprezzamenti (83,9 miliardi per il complesso dei settori residenti e degli strumenti), cui si sono sommate le cessioni di azioni estere e la diminuzione degli impieghi bancari registrate nella bilancia dei pagamenti. Le attività di portafoglio verso l'estero, caratterizzate da una significativa componente azionaria, hanno risentito maggiormente della caduta dei corsi azionari rispetto alle passività, composte in prevalenza da titoli di debito pubblici.

A fronte di una quota di attività complessive in valuta leggermente superiore alla corrispondente quota sulle passività, gli aggiustamenti di cambio sono invece risultati

positivi per 4,2 miliardi: nel confronto tra i tassi di cambio di fine anno, usati per valutare gli aggregati di posizione sull'estero denominati in valuta, l'euro si è infatti deprezzato rispetto alle principali monete, con la sola eccezione della sterlina.

Il settore bancario italiano ha visto ridurre la propria posizione debitoria sull'estero di 45,3 miliardi (da 301,9 a 256,7 miliardi); a questa riduzione avrebbe contribuito in misura rilevante il dimezzamento del valore di mercato delle passività azionarie. Dal lato delle attività di portafoglio, gli acquisti di titoli di debito avrebbero più che compensato le vendite di azioni, in un contesto di cali di prezzo dei titoli azionari meno ingenti rispetto a quelli delle corrispondenti passività.

Tavola 12.4

Posizione netta sull'estero (miliardi di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2007 (1)	Flussi (2)	Gennaio - dicembre 2008				Consistenze a fine 2008 (1)
			Aggiustamenti Totali	di		Variazione delle consistenze	
				cambio	altri		
(a)	(b)	(c)=(d)+(e)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)	
Operatori residenti non bancari							
Attività	1.334,6	-7,2	-99,9	1,5	-101,4	-107,1	1.227,5
Investimenti diretti	290,9	24,5	-10,7	-3,6	-7,0	13,8	304,8
Investimenti di portafoglio	739,5	-93,6	-89,8	4,6	-94,4	-183,3	556,2
di cui: <i>azioni</i>	365,5	-78,0	-83,3	4,1	-87,4	-161,3	204,2
Altri investimenti	292,0	59,8	0,5	0,5	..	60,3	352,3
Strumenti derivati	12,2	2,0	..	..	..	2,0	14,2
Passività	1.244,5	74,6	-20,4	1,1	-21,6	54,1	1.298,6
Investimenti diretti	222,1	20,6	-4,9	0,1	-4,9	15,7	237,8
Investimenti di portafoglio	846,9	35,8	-16,4	0,3	-16,6	19,5	866,3
di cui: <i>azioni</i>	35,8	-17,3	-9,3	..	-9,3	-26,6	9,1
Altri investimenti	144,4	10,5	0,8	0,8	..	11,3	155,7
Strumenti derivati	31,1	7,7	..	..	..	7,7	38,7
Posizione netta	90,1	-81,7	-79,5	0,4	-79,9	-161,2	-71,1
Banche residenti (3)							
Attività	455,2	3,1	18,4	8,3	10,1	21,5	476,6
Passività	757,1	-36,4	12,6	5,4	7,3	-23,8	733,3
Posizione netta	-301,9	39,5	5,8	3,0	2,8	45,3	-256,7
Banca centrale							
Attività	130,7	-7,2	8,3	0,9	7,4	1,1	131,8
Passività	0,1	0,1	..	..	..	0,1	0,2
Posizione netta	130,6	-7,3	8,3	0,9	7,4	1,0	131,6
Totale posizione netta	-81,2	-49,6	-65,4	4,2	-69,7	-115,0	-196,2

(1) Ai prezzi e cambi di fine periodo. – (2) Ai prezzi e cambi in essere alla data della transazione. – (3) Nel dicembre del 2008 è cambiata la modalità di rilevazione delle consistenze sull'estero delle banche residenti. Ciò ha determinato un ingente aumento delle attività e passività in strumenti derivati, dovuto per oltre la metà a riclassificazioni dalla voce "altri investimenti". L'aumento delle consistenze in derivati non attribuibile a tali riclassificazioni compare anch'esso, nel raddoppio tra flussi e stock, sotto la voce "aggiustamenti: altri" e ne spiega per intero i valori positivi per le banche residenti.

Il complesso degli "altri aggiustamenti", che includono le variazioni di prezzo e gli effetti dei mutamenti metodologici dei sistemi di rilevazione, hanno risentito nel settore bancario di un cambiamento nelle modalità di rilevazione delle consistenze intervenuto a partire dal dicembre del 2008 con la nuova matrice dei conti. Ciò ha determinato un aumento significativo delle attività e passività in

strumenti derivati prima non rilevate, che compare negli “altri aggiustamenti” e che spiega per intero i valori positivi di questa voce sia per le attività sia per le passività delle banche residenti.

La posizione creditoria della Banca centrale è rimasta quasi invariata a 131,6 miliardi. Le rivalutazioni delle riserve in oro e degli investimenti di portafoglio in titoli obbligazionari hanno più che bilanciato gli afflussi registrati nella bilancia dei pagamenti. Gli “altri aggiustamenti” includono anche l’iscrizione nel bilancio della Banca di 1,2 miliardi di titoli precedentemente di proprietà dell’Ufficio italiano dei cambi (confluito nella Banca d’Italia il 1° gennaio 2008; cfr. il capitolo 22: *Relazione sulla gestione e bilancio dell’esercizio*).

La stima delle attività e delle passività di portafoglio dell’Italia è attualmente in corso di revisione in seguito alla recente introduzione del nuovo metodo di raccolta basato sulla rilevazione diretta mensile delle consistenze in titoli presso depositari e investitori finali. L’adozione di tale metodo è prevista dagli atti di indirizzo della Banca centrale europea 16 luglio 2004, n. 15 e 31 maggio 2007, n. 3 e porterà al definitivo abbandono del calcolo degli stock tramite il cumulo dei flussi netti, metodo finora utilizzato per alcune significative componenti delle consistenze di portafoglio.

13. LA FINANZA PUBBLICA

I primi effetti della crisi economica e una manovra di bilancio espansiva hanno determinato nel 2008 un aumento dell'indebitamento netto al 2,7 per cento del PIL, dall'1,5 del 2007. Nelle previsioni ufficiali predisposte alla fine del 2007, che incorporavano un quadro macroeconomico ancora favorevole, l'indebitamento netto avrebbe dovuto portarsi al 2,2 per cento del PIL, dal 2,4 per cento allora atteso per il 2007.

La spesa primaria corrente è aumentata del 4,5 per cento; la sua incidenza sul PIL è salita di 1,1 punti percentuali, raggiungendo un nuovo massimo storico. La spesa in conto capitale è scesa dal 4,1 al 3,8 per cento del PIL. La pressione fiscale è diminuita di 0,3 punti percentuali, per effetto degli sgravi relativi all'IRAP e all'ICI. Il rapporto tra il debito e il PIL è cresciuto di 2,2 punti, al 105,7 per cento.

Nell'estate del 2008 – quando le prospettive di crescita erano ancora ritenute relativamente favorevoli – il nuovo Governo anticipava i tempi rispetto alle usuali procedure e definiva una manovra triennale volta a conseguire nel 2011 il pareggio di bilancio. Per il 2009 si mirava a ridurre l'indebitamento netto di mezzo punto percentuale del PIL, al 2,0 per cento.

Nei mesi successivi, a fronte dell'aggravarsi della crisi, sono stati varati diversi interventi volti a contrastarne gli effetti sul settore finanziario, ad attenuarne i costi sociali e a sostenere la domanda aggregata. Questi ultimi due obiettivi sono stati perseguiti soprattutto reindirizzando fondi già stanziati e accelerando i tempi di utilizzo delle risorse; la definizione degli interventi è stata vincolata dalla necessità di minimizzare il loro impatto sull'indebitamento netto e sul debito.

Le stime del disavanzo del 2009 sono state via via riviste al rialzo, per tenere conto del graduale peggioramento delle previsioni di crescita. Da ultimo, la *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (Ruef) dello scorso aprile stima l'indebitamento netto al 4,6 per cento del PIL. Le entrate si attesterebbero al 47,6 per cento del prodotto, un livello analogo al massimo storico registrato nel 1997; l'incidenza della spesa primaria aumenterebbe ancora, di 3,1 punti. Il debito pubblico salirebbe di oltre 8 punti percentuali del PIL, al 114,3 per cento.

Nei primi mesi dell'anno il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è risultato notevolmente superiore a quello dello stesso periodo dello scorso anno, riflettendo un calo generalizzato delle entrate.

Per il 2010 la Ruef indica un indebitamento netto stabile sul livello del 2009 e un debito pubblico al 117,1 per cento del PIL. Nelle stime della Commissione europea il disavanzo salirebbe al 4,8 per cento. Entrambe le valutazioni assumono una ripresa dell'economia relativamente rapida, che assicuri un tasso di crescita del prodotto positivo ancorché modesto nel 2010, e una forte decelerazione della dinamica delle spese.

Un piano di rientro che preveda in un lasso ragionevole di tempo il pareggio di bilancio e un significativo ridimensionamento del debito richiede interventi di ampia portata sulla struttura della spesa e sul funzionamento delle Amministrazioni pubbliche. Contributi importanti possono derivare da ulteriori passi verso l'aumento dell'età effettiva di pensionamento e la riduzione delle aree di evasione.

LA FINANZA PUBBLICA NEL 2008

La politica di bilancio per il 2008

Alla fine del 2007 veniva approvata una manovra di bilancio con effetti accrescitivi del disavanzo del 2008; secondo le valutazioni ufficiali, il favorevole quadro macroeconomico avrebbe comunque assicurato una lieve riduzione dell'indebitamento netto, al 2,2 per cento del PIL. Nel corso del 2008 tale stima è stata progressivamente peggiorata fino al 2,5 per cento, tenendo conto, da un lato, degli effetti del forte deterioramento della situazione congiunturale e, dall'altro, dell'ampia revisione al ribasso della valutazione del disavanzo del 2007.

Obiettivi e previsioni. – Nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del giugno del 2007, a fronte di una previsione di crescita dell'economia dell'1,9 per cento, il Governo stimava per il 2008 un indebitamento netto pari al 2,2 per cento del prodotto, in discesa di 0,3 punti percentuali rispetto al saldo allora atteso per il 2007 (tav. 13.1).

L'obiettivo per l'indebitamento netto coincideva con il suo valore tendenziale, calcolato sulla base del criterio della legislazione vigente. Tenendo conto degli oneri derivanti da impegni già assunti dal Governo e di quelli ricorrenti non inclusi nella legislazione vigente in quanto determinati annualmente in sede di legge finanziaria, il raggiungimento dell'obiettivo richiedeva il reperimento di risorse per circa 0,7 punti percentuali del PIL.

A settembre, con la *Relazione previsionale e programmatica* (RPP), il Governo rivedeva al ribasso, dal 2,2 all'1,8 per cento del PIL, l'indebitamento netto tendenziale, nonostante il peggioramento all'1,5 per cento della previsione del tasso di crescita del prodotto. L'obiettivo rimaneva tuttavia invariato perché veniva definita contestualmente una manovra di bilancio con effetti accrescitivi del disavanzo per circa 0,4 punti percentuali del PIL. Le stime di crescita e l'obiettivo venivano confermati a novembre nell'aggiornamento del *Programma di stabilità*.

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra di bilancio per il 2008 accresceva l'indebitamento netto di 6,1 miliardi rispetto al suo valore tendenziale (cfr. Bollettino economico, n. 52, 2008). Essa reperiva risorse per 9,5 miliardi e destinava al finanziamento di maggiori spese e di sgravi fiscali rispettivamente 11,7 e 3,9 miliardi. Le maggiori erogazioni comprendevano, tra l'altro, le risorse destinate ai contratti del pubblico impiego e all'attuazione della parte non previdenziale del Protocollo su previdenza, lavoro e competitività concordato con le parti sociali nell'estate del 2007. Gli sgravi fiscali riguardavano per circa l'80 per cento le famiglie e includevano la riduzione dell'ICI sulla prima casa e alcune agevolazioni riguardanti l'Irpef.

Nella Ruef del successivo mese di marzo, il Governo peggiorava la previsione di crescita per il 2008 dall'1,5 allo 0,6 per cento. La stima per l'indebitamento netto veniva rivista al rialzo di soli 0,2 punti percentuali (al 2,4 per cento del PIL) tenendo conto del risultato del 2007 migliore delle attese.

Tavola 13.1

Obiettivi, stime e consuntivo 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	Stima indebita- mento netto 2007
Obiettivi							
DPEF (giugno 2007)	35,9	42,5	78,4	....		1.606,1	38,3
<i>in percentuale del PIL</i>	2,2	2,7	4,9	103,2	1,9		2,5
RPP (settembre 2007) (1)	35,4	42,9	78,3	....		1.605,0	36,4
<i>in percentuale del PIL</i>	2,2	2,7	4,9	103,5	1,5		2,4
<i>Programma di stabilità (novembre 2007)</i>	....	....	....	....		1.605,0	....
<i>in percentuale del PIL</i>	2,2	2,6	4,9	103,5	1,5		2,4
Stime in corso d'anno							
Ruef (marzo 2008)	38,7	40,6	79,3	....		1.590,4	29,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,4	2,6	5,0	103,0	0,6		1,9
DPEF (giugno 2008)	39,1	40,7	79,8	....		1.588,8	29,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,5	2,6	5,0	103,9	0,5		1,9
RPP (settembre 2008)	39,7	41,4	81,1	....		1.594,6	29,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,5	2,6	5,1	103,7	0,1		1,9
<i>Programma di stabilità e Nota informativa 2009-2011 (febbraio 2009)</i>	40,8	39,7	80,5	....		1.572,5	....
<i>in percentuale del PIL</i>	2,6	2,5	5,1	105,9	-0,6		1,6
Consuntivo (aprile 2009) (2)	43,0	37,9	80,9	1.662,6		1.572,2	23,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,7	2,4	5,1	105,7	-1,0		1,5

(1) L'avanzo primario è tratto dalla sezione II del documento. – (2) Fonte: Istat e, per il debito, Banca d'Italia.

Nel febbraio del 2008 l'Istat, in occasione della pubblicazione del consuntivo del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, aveva valutato l'indebitamento netto del 2007 pari all'1,9 per cento del PIL. Tale livello era migliore di 0,5 punti percentuali rispetto a quanto indicato a novembre nelle stime ufficiali; la differenza sale a 0,8 punti escludendo per omogeneità di confronto le maggiori spese in conto capitale contabilizzate dall'Istat a fronte dell'abolizione dell'acconto dei concessionari della riscossione decisa a dicembre del 2007.

Alla fine di maggio, il nuovo Governo approvava un decreto legge (27 maggio 2008, n. 93) che prevedeva, da un lato, l'abolizione dell'ICI sull'abitazione principale e la parziale detassazione del lavoro straordinario e dei premi di produttività e, dall'altro, la riduzione di numerosi stanziamenti di spesa (cfr. la *Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia* resa al Parlamento il 2 luglio 2008). Secondo le valutazioni ufficiali, il provvedimento non avrebbe modificato l'indebitamento netto del 2008 e del 2009, mentre lo avrebbe ridotto di 0,1 punti percentuali del PIL nel 2010.

Nel DPEF del successivo mese di giugno la stima per il disavanzo era portata al 2,5 per cento del PIL, tenendo anche conto degli effetti della manovra per gli anni 2009-2011 varata contestualmente al Documento. Quest'ultima accresceva nel 2008 sia le entrate sia le spese lasciando sostanzialmente invariato il saldo. La RPP di settembre confermava la stima per l'indebitamento netto, anche se la crescita economica attesa veniva ridotta allo 0,1 per cento.

Nell'aggiornamento del *Programma di stabilità* dello scorso febbraio, il Governo indicava per il 2008 una riduzione del prodotto dello 0,6 per cento. La stima dell'indebitamento netto veniva peggiorata di 0,1 punti, al 2,6 per cento del PIL. Per l'incidenza del debito pubblico sul prodotto era atteso un aumento di 1,8 punti, invece della lieve riduzione indicata ancora a novembre.

L'indebitamento netto

Nel marzo del 2009 l'Istat ha valutato l'indebitamento netto del 2008 pari al 2,7 per cento del PIL e ha rivisto all'1,5 per cento la stima per il 2007 (tav. 13.2).

Tavola 13.2

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Entrate	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,2	45,8	46,9	46,6
Spese (2)	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,5	49,2	48,4	49,3
di cui: <i>interessi</i>	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,1
Avanzo primario (2)	4,9	4,3	3,2	2,7	1,6	1,2	0,3	1,3	3,5	2,4
Indebitamento netto (2)	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,3	3,3	1,5	2,7
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	3,4	3,5	5,0	3,1	4,2	4,2	5,3	4,0	1,9	3,1
Debito	113,7	109,2	108,8	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,7

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

La stima dell'indebitamento netto del 2007 era stata già ridotta dall'1,9 all'1,6 per cento del PIL nel mese di ottobre in occasione della notifica alla Commissione europea dei dati di finanza pubblica. La revisione era connessa con la riclassificazione dal settore privato a quello pubblico della società Equitalia spa (che ha comportato la cancellazione delle maggiori spese in conto capitale imputate dall'Istat a febbraio del 2008 per tenere conto dell'abolizione dell'acconto dei concessionari della riscossione) e alla modifica del trattamento statistico delle operazioni in strumenti finanziari derivati nel debito pubblico (cfr. Finanza pubblica, in Supplementi al Bollettino Statistico, n. 60, 14 ottobre 2008). L'ulteriore revisione effettuata in marzo è dovuta ai consueti aggiornamenti delle fonti statistiche.

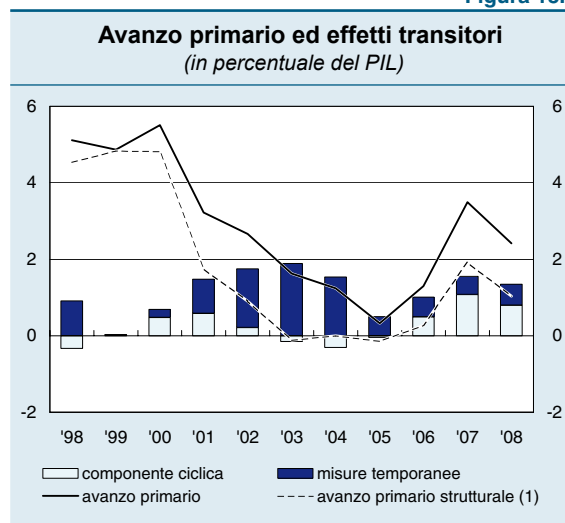
Il peggioramento del saldo tra il 2007 e il 2008 riflette il rallentamento delle entrate – connesso con i primi effetti della crisi economica e con gli sgravi fiscali decisi nell'ultimo biennio – e la crescita dell'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL (cfr. il paragrafo: *Le entrate e le spese*).

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 2008 l'avanzo primario strutturale (corretto, cioè, per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è diminuito di 0,9 punti, a circa l'1 per cento del PIL, dopo essere aumentato per due anni consecutivi (fig. 13.1). Tenendo conto inoltre di alcuni fattori temporanei che avevano sostenuto il gettito nel 2007 e che sono venuti meno nel

2008, la flessione dell'avanzo primario strutturale si riduce a circa mezzo punto percentuale del PIL.

Le misure temporanee hanno avuto un impatto sostanzialmente nullo sulla variazione dell'indebitamento netto; esse lo hanno migliorato di 0,5 punti in ciascun anno. Il contributo del ciclo economico al peggioramento del saldo di bilancio è pari a circa tre decimi di punto. Tale valutazione tiene conto dell'andamento delle principali basi imponibili, mediamente più favorevole di quello registrato dal PIL. Va rilevato che nel 2008 sono venuti meno alcuni fattori transitori che avevano sostenuto il gettito delle imposte dirette sulle imprese e di quelle indirette nel 2006 e nel 2007. Attribuendo alla congiuntura tali fattori, correlati all'andamento del ciclo economico ma non colti dalla evoluzione delle principali basi imponibili di contabilità nazionale, si può stimare che nel 2008 il contributo del ciclo economico all'ampliamento del disavanzo sia stato superiore a mezzo punto percentuale del PIL; il peggioramento del saldo primario strutturale sarebbe quindi di 0,6 punti.

Figura 13.1



Le entrate e le spese

Le entrate. – Nel 2008 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono risultate pari a 731,9 miliardi (46,6 per cento del PIL; tav. 13.3). La crescita di questo aggregato – molto elevata nel precedente biennio (7,8 e 6,4 per cento rispettivamente nel 2006 e nel 2007) – è scesa all'1,0 per cento, riflettendo la flessione del prodotto e alcuni interventi di riduzione del carico tributario.

Tavola 13.3

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)											
VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Imposte dirette	14,9	14,4	14,7	13,9	13,4	13,3	13,3	14,4	15,1	15,4	
Imposte indirette	14,9	14,7	14,2	14,3	14,0	14,0	14,2	14,8	14,7	13,7	
Imposte in c/capitale	0,1	0,1	0,1	0,2	1,3	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	
Pressione tributaria	29,9	29,2	29,0	28,4	28,7	28,0	27,6	29,2	29,8	29,1	
Contributi sociali	12,5	12,4	12,3	12,5	12,6	12,6	12,8	12,8	13,3	13,7	
Pressione fiscale	42,4	41,6	41,3	40,8	41,4	40,6	40,4	42,0	43,1	42,8	
Altre entrate correnti	3,6	3,4	3,5	3,5	3,4	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	
Altre entrate in c/capitale	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	
Totale entrate	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,2	45,8	46,9	46,6	

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

La pressione fiscale è diminuita di 0,3 punti percentuali, al 42,8 per cento: è calata di un punto l'incidenza delle imposte indirette sul PIL – in connessione anche con gli sgravi relativi all'IRAP e all'ICI – mentre sono aumentati il peso sul prodotto dei contributi sociali e quello delle imposte dirette, rispettivamente di 0,4 e di 0,3 punti percentuali.

Si può valutare che nel complesso gli interventi discrezionali abbiano ridotto le entrate fiscali di circa mezzo punto percentuale del prodotto. Nel 2008 è entrato a regime lo sgravio relativo all'IRAP introdotto nel 2007 e connesso con il costo del lavoro; nell'anno si sono anche cumulati gli effetti di gettito di questa agevolazione relativi al 2007, in quanto molte imprese ne hanno usufruito in occasione del versamento del saldo delle imposte in autotassazione. Sono stati inoltre introdotti sgravi connessi con l'abitazione principale: in particolare, l'abolizione dell'ICI e una detrazione dall'Irpef in favore degli affittuari. Questi sgravi sono stati solo in minima parte compensati dagli interventi di inasprimento del prelievo sul settore bancario decisi a giugno del 2008 e dall'aumento di alcune aliquote contributive stabilito con la manovra di bilancio per il 2007.

I contributi sociali effettivi sono aumentati del 4,7 per cento (9,5 miliardi). La parte relativa al lavoro dipendente è cresciuta del 4,3 per cento, a fronte di una dinamica della massa retributiva del 3,7. La parte versata dai lavoratori autonomi è aumentata del 7,7 per cento; alla variazione ha contribuito l'incremento di un punto percentuale delle aliquote relative ai lavoratori parasubordinati.

La dinamica dei singoli tributi – con l'eccezione dell'IRAP, dell'ICI 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.

Va rilevato che i dati del 2008 non includono gli incassi del Friuli Venezia Giulia che, a partire da tale anno, trattiene direttamente la quota delle entrate tributarie erariali di sua competenza. Includendo tali incassi, la dinamica delle principali imposte sarebbe più elevata di qualche decimo di punto percentuale.

L'imposta sulle società è diminuita del 9,3 per cento (4,7 miliardi), dopo gli elevati incrementi del 2007 (28,0 per cento) e del biennio 2005-06 (oltre il 17 per cento in ciascun anno). In particolare, nel 2008 il saldo relativo alle imposte dovute sui redditi dell'anno precedente si è ridotto del 21,0 per cento (2,8 miliardi); sulla flessione ha influito la restituzione, a seguito di modifiche alla detraibilità dell'IVA relativa alle auto aziendali, di una parte dell'Ires versata nel 2007. Nonostante l'inasprimento della tassazione sul settore bancario deciso in giugno, gli acconti sui redditi del 2008 sono diminuiti del 6,1 per cento (2,2 miliardi); l'andamento della congiuntura e la riduzione delle penali dovute nel caso di errato versamento potrebbero avere indotto una quota maggiore di società a utilizzare, nel calcolo degli acconti, il metodo previsionale (basato su una stima dei redditi dell'anno), anziché quello storico (basato sui redditi dell'anno precedente).

L'utilizzo del metodo previsionale nel calcolo degli acconti avrebbe consentito inoltre di anticipare al 2008 parte degli effetti della riforma dell'Ires entrata in vigore in tale anno (cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2007 la sezione: Principali provvedimenti in materia economica: Imposte dirette). La riforma ha stabilito un ampliamento della base imponibile, realizzato principalmente attraverso l'abolizione degli ammortamenti anticipati e l'introduzione di un nuovo limite alla deducibilità degli interessi passivi, a fronte di una riduzione dell'aliquota legale, passata dal 33 al 27,5 per cento. Sulla base di simulazioni effettuate utilizzando dati relativi al 2006 desunti dalla Centrale dei bilanci è stato stimato che la riforma avrebbe determinato una riduzione dell'Ires per quasi due terzi delle società non finanziarie del campione considerato (quest'ultimo sovrarappresenta le imprese medio-grandi).

Per quanto riguarda il prelievo tributario sulle famiglie, l'Irpef è cresciuta del 5,4 per cento (8,1 miliardi); tale dinamica riflette per oltre 2 punti l'operare del drenaggio fiscale. La parte prelevata sui redditi da lavoro dipendente e da pensione è aumentata del 6,9 per cento (7,6 miliardi). Quella versata in autotassazione, prelevata sui lavoratori autonomi e sulle piccole imprese, è rimasta pressoché stabile rispetto al 2007; l'evidenza empirica suggerisce che essa sia più legata a fattori istituzionali, come gli studi di settore, che al ciclo economico.

Il gettito connesso con il risparmio delle famiglie è aumentato del 4,1 per cento (0,6 miliardi), sostenuto dalla dinamica delle imposte sugli interessi (13,9 per cento; 1,5 miliardi): la componente relativa ai depositi bancari è aumentata del 15,7 per cento (0,7 miliardi), riflettendo anche l'aumento dei tassi di interesse osservato nel 2007; quella relativa alle obbligazioni è cresciuta del 12,6 per cento (0,8 miliardi). Si è sostanzialmente dimezzato il gettito derivante dal risparmio gestito (con una riduzione di 0,6 miliardi) per effetto della diminuzione delle quote di fondi comuni detenute dalle famiglie nel 2007. Si sono ridotte di 0,4 miliardi le entrate derivanti dall'imposta sulle plusvalenze.

Tra le imposte sui consumi, gli incassi dell'IVA – che avevano contribuito in misura significativa a sostenere il gettito negli ultimi anni (con un aumento del 6,0 per cento in media nell'ultimo triennio) – sono diminuiti dell'1,5 per cento (1,8 miliardi). La discrepanza fra questa dinamica e quella dei consumi – aumentati del 2,3 per cento in termini nominali – è solo in parte attribuibile alla riduzione del consumo di beni durevoli, soggetti ad aliquote più alte. Il deterioramento delle condizioni congiunturali ha inciso soprattutto nell'ultima parte del 2008: gli incassi dell'IVA, dopo essere rimasti sostanzialmente stabili nei primi nove mesi dell'anno, sono diminuiti nell'ultimo trimestre (registrando un calo del 4,3 per cento, pari a 1,6 miliardi).

Anche il gettito derivante dalle accise ha subito una contrazione; in particolare, le entrate derivanti dall'accisa sul gas metano si sono ridotte di quasi il 40 per cento (1,5 miliardi). La diminuzione è temporanea: nel 2007 erano state versate imposte superiori a quanto effettivamente dovuto e nel 2008 tali eccedenze sono state portate in riduzione dei versamenti.

Le spese. – Nel 2008 le spese delle Amministrazioni pubbliche sono risultate pari a 774,9 miliardi, in aumento del 3,6 per cento rispetto al 2007. La spesa primaria corrente è aumentata del 4,5 per cento; in rapporto al PIL è salita dal 39,3 al 40,4 per cento, il valore più elevato dal dopoguerra (tav. 13.4). Questo incremento è riconducibile, per oltre la metà, alla spesa per prestazioni sociali in denaro e, per la parte restante, ai redditi da lavoro e ai consumi intermedi. Le uscite in conto capitale si sono ridotte dal 4,1 al 3,8 per cento del PIL. La spesa per interessi è aumentata dal 5,0 al 5,1 per cento.

Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 5,1 per cento, al 17,7 per cento del PIL. La componente relativa a pensioni e rendite è aumentata del 4,2 per cento (4,0 nel 2007), attestandosi al nuovo massimo storico, pari al 15,6 per cento del PIL (15,2 nel 2007). La dinamica della componente non pensionistica è rimasta particolarmente sostenuta (12,1 per cento; 12,7 nel 2007).

Tavola 13.4

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Redditi da lavoro dipendente	10,6	10,4	10,5	10,6	10,8	10,8	11,0	11,0	10,6	10,9
Consumi intermedi	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,4
Prestazioni sociali in natura	2,1	2,3	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7
Prestazioni sociali in denaro	16,9	16,4	16,2	16,5	16,8	16,9	17,0	17,0	17,1	17,7
Interessi	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,6	4,6	5,0	5,1
Altre spese correnti	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7
Totale spese correnti	44,2	43,6	43,9	43,8	44,2	44,0	44,4	44,1	44,3	45,5
di cui: <i>spese correnti al netto degli interessi</i>	37,6	37,3	37,6	38,3	39,1	39,3	39,8	39,5	39,3	40,4
Investimenti fissi lordi (2)	2,4	2,3	2,4	1,7	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2
Altre spese in conto capitale (3)	1,5	1,4	1,8	1,9	1,9	1,5	1,7	2,7	1,7	1,5
Totale spese in conto capitale (3)	3,9	3,7	4,2	3,6	4,3	4,0	4,1	5,0	4,1	3,8
Totale spese (3)	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,5	49,2	48,4	49,3
di cui: <i>spese al netto degli interessi (3)</i>	41,5	41,0	41,8	41,9	43,4	43,3	43,9	44,5	43,4	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".

L'incremento del numero di pensioni dell'INPS (che eroga circa l'80 per cento dei trattamenti, pari al 70 per cento della spesa) è stato inferiore all'1 per cento. Il numero di nuovi trattamenti è stato contenuto dall'inasprimento dei requisiti minimi per il pensionamento di anzianità stabilito dalla legge 24 dicembre 2007, n. 247: dal gennaio del 2008 (e fino a luglio 2009, quando scatterà un ulteriore "scalino") per accedere al trattamento sono necessari 58 anni di età, invece che 57. L'importo medio unitario delle pensioni è cresciuto di circa il 3 per cento riflettendo, oltre all'effetto ricambio, l'adeguamento automatico ai prezzi (1,6 per cento) e l'entrata a regime degli interventi in favore dei pensionati più poveri introdotti con la legge 3 agosto 2007, n. 127.

Tra le altre prestazioni sociali in denaro, è rimasta sostenuta la crescita delle erogazioni per le liquidazioni dei dipendenti pubblici (25,6 per cento; 38,1 nel 2007), in connessione con il pensionamento negli ultimi anni di coorti particolarmente numerose di lavoratori, soprattutto nel comparto della scuola. Sono aumentati fortemente anche gli assegni di integrazione salariale e le indennità di disoccupazione (rispettivamente del 12,0 e del 20,1 per cento), anche a seguito degli incrementi degli importi unitari e della durata delle erogazioni decisi dalla legge 247 del 2007.

Sulla base delle stime dell'Eurostat, relative al 2007, in Italia la spesa per la protezione sociale (che include, oltre alle prestazioni sociali in denaro, alcune spese di minore entità) risulta pari al 18,2 per cento del PIL, un livello sostanzialmente analogo a quello medio degli altri paesi europei (18,7 per cento nell'area dell'euro, 18,0 nell'Unione europea). La quota di spesa per la protezione contro i rischi collegati alla vecchiaia, pari a quasi il 68 per cento del totale, è invece tra le più alte, inferiore soltanto a quella della Grecia; la quota di spesa destinata alle famiglie con figli a carico è tra le più basse, superiore solo a quelle di Grecia e Spagna.

Sulla base dei dati dell'indagine campionaria EU-SILC, il tasso di povertà relativa dell'Italia è molto superiore a quello medio dei paesi dell'area dell'euro (circa il 20 per cento, contro il 16). Le differenze si accentuano se si considerano i minori di 16 anni (il loro tasso di povertà è pari al 25 per cento a fronte del 18 nell'area), si attenuano per gli ultra-sessantacinquenni (22 per cento, contro il 19 nell'area). Nell'ambito della popolazione italiana, si può stimare che il tasso di povertà dei pensionati (molti dei quali hanno età relativamente basse) sia inferiore a quello medio del paese.

La spesa per le prestazioni sociali in natura è cresciuta del 2,4 per cento, quella per i consumi intermedi del 5,7 (rispettivamente 1,7 e 4,1 per cento nel 2007). Quasi il 90 per cento delle prestazioni sociali in natura e il 30 per cento dei consumi intermedi sono riferibili alla spesa sanitaria corrente, salita nel 2008 dal 6,6 al 6,9 per cento del PIL.

I redditi da lavoro dipendente sono aumentati del 4,3 per cento (0,5 nel 2007), al 10,9 per cento del PIL, riflettendo la sottoscrizione dei contratti del personale della sanità e di quello non dirigente di Regioni ed Enti locali, con cui si è sostanzialmente conclusa la tornata di rinnovi del biennio 2006-07. Nel 2008, sulla base di dati preliminari, sarebbe tornato ad ampliarsi il divario tra le retribuzioni lorde unitarie delle Amministrazioni pubbliche e quelle del settore privato.

Nel corso del 2008 si è avviato anche il rinnovo dei contratti per il biennio 2008-09. Le risorse stanziare sono coerenti con aumenti retributivi del 3,2 per cento nel biennio. Rispetto alle precedenti, quest'ultima tornata appare caratterizzata da una maggiore speditezza nelle trattative: i primi due accordi, relativi a scuola e ministeri, sono stati perfezionati nel gennaio del 2009. È stata inoltre garantita per la prima volta ai lavoratori dello Stato la corresponsione della vacanza contrattuale, erogata a dicembre del 2008.

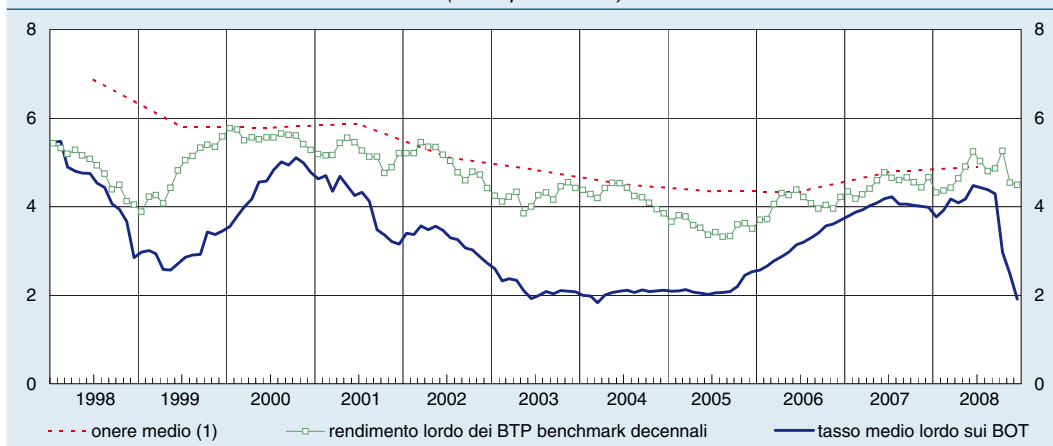
La spesa per investimenti diretti (escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari, pari a 1,3 miliardi nel 2008 e 1,4 nel 2007) è scesa del 3,0 per cento; nel quadriennio 2005-08 essa si è ridotta in media dell'1,1 per cento all'anno in termini nominali riflettendo la contrazione della componente erogata dalle Amministrazioni locali (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*).

La dinamica della spesa per interessi (4,8 per cento) ha riflesso in eguale misura l'aumento della consistenza media delle passività e quello del loro onere medio, passato dal 4,8 al 4,9 per cento.

Le operazioni di swap hanno aumentato la spesa per interessi di 0,4 miliardi (0,3 nel 2007). I tassi medi lordi sui BOT, rimasti intorno al 4 per cento dal secondo trimestre del 2007 al settembre del 2008, sono successivamente calati fortemente, fino ad attestarsi all'inizio di maggio del 2009 poco al di sopra dell'1 per cento (fig. 13.2). Di contro, quelli sui titoli a più lunga scadenza hanno registrato variazioni molto contenute nell'ultimo triennio.

Figura 13.2

Rendimento lordo dei BTP decennali, tasso medio lordo sui BOT e onere medio del debito
(valori percentuali)



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

Le Amministrazioni locali

I risultati del 2008. – Nel 2008 le Amministrazioni locali hanno registrato un disavanzo pari a 0,2 punti percentuali del PIL, a fronte di un avanzo di 0,1 rilevato nel 2007. Il peggioramento è dovuto alla forte crescita delle spese correnti.

Le spese delle Amministrazioni locali sono aumentate dal 15,1 al 15,6 per cento del PIL (245,1 miliardi). La componente corrente primaria è cresciuta del 6,4 per cento (a 203,2 miliardi): la dinamica nel principale comparto, quello degli enti sanitari locali, è stata pari al 6,8 per cento. I redditi da lavoro sono aumentati dell'8,6 per cento, risentendo dei rinnovi contrattuali; i consumi intermedi sono cresciuti del 7,4 per cento.

Dai primi anni del decennio la sanità è stata interessata da una serie di interventi normativi volti a contenere la spesa farmaceutica e a disincentivare la formazione di disavanzi nelle singole Regioni. Riguardo alla spesa farmaceutica convenzionata, sono stati adottati meccanismi di riptiano a carico degli operatori privati del settore nel caso di superamento del tetto di spesa stabilito a livello nazionale; tale voce di spesa, dopo essere aumentata del 14,7 per cento all'anno fra il 1995 e il 2001, è cresciuta in media dell'1,2 per cento fra il 2001 e il 2006; nel biennio successivo essa si è ridotta del 3,9 per cento l'anno.

Dal 2006 le Regioni con elevati disavanzi sanitari sono tenute a sottoscrivere un piano di rientro, il cui mancato rispetto determina la sospensione dell'erogazione di alcuni finanziamenti statali, l'attivazione di una procedura di commissariamento e l'innalzamento, anche oltre i limiti stabiliti dalla legislazione vigente, delle aliquote dell'IRAP e dell'addizionale all'Irpef. I piani di rientro sono stati sinora sottoscritti da sei Regioni con elevati disavanzi (Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Molise e Sicilia): nell'ultimo triennio, in tali Regioni la dinamica del costo pro capite del sistema sanitario è stata in linea (per la Liguria) o più contenuta (per tutte le altre) rispetto alla media nazionale. Il Governo ha inoltre stipulato accordi con la Sardegna per definire la situazione debitoria relativa al 2001, mentre è in via di definizione il piano di rientro della Calabria, in relazione all'emergere di un debito pregresso (stimato in 1,7 miliardi) fra il 2001 e il 2007 (cfr. Banca d'Italia, Economie regionali, di prossima pubblicazione).

La spesa in conto capitale si è ridotta del 2,4 per cento (a 36,7 miliardi). Gli investimenti fissi lordi sono calati del 2,9 per cento (a 26,8 miliardi). L'incidenza di tale voce è progressivamente diminuita negli ultimi quattro anni, fino a raggiungere l'1,7 per cento del PIL (dal 2,1 per cento nel 2004); la flessione ha interessato in misura particolare i Comuni.

L'inclusione degli investimenti fra le spese degli Enti locali vincolate dal Patto di stabilità interno può avere influito sulla loro dinamica negli ultimi anni. Nel periodo 2005-08 gli investimenti dei Comuni (che incidono per circa il 60 per cento su quelli complessivi delle Amministrazioni locali) in termini reali si sono ridotti in media del 4,6 per cento all'anno, dopo essere cresciuti ininterrottamente fra il 1996 e il 2004 (in media del 5,6 per cento). Per l'anno 2009 gli Enti locali che hanno rispettato il Patto nel 2007 beneficiano di disposizioni più favorevoli in materia di spesa per investimenti (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica: Finanza decentrata).

Le entrate totali delle Amministrazioni locali sono passate dal 15,3 al 15,4 per cento del PIL (241,6 miliardi). Per la prima volta dal 1999 le entrate proprie, calcolate escludendo sia i trasferimenti pubblici sia quelli dall'estero (principalmente dall'Unione europea), non sono cresciute; la loro incidenza sul PIL si è ridotta dall'8,7 all'8,5 per cento. Su tale andamento ha pesato il calo del 6,2 per cento delle imposte indirette (a 70,5 miliardi), dovuto agli sgravi fiscali in materia di IRAP e ICI; tale calo ha più che compensato la forte crescita delle imposte dirette (10,4 per cento, a 32,3 miliardi).

Oltre la metà delle imposte indirette delle Amministrazioni locali è rappresentata dall'IRAP. Tale tributo si è ridotto dell'8,5 per cento (a 36 miliardi), riflettendo il taglio del cuneo fiscale sul lavoro (nel 2008 si sono cumulati gli effetti di gettito del biennio 2007-08) e i primi segnali di peggioramento della congiuntura economica. Anche il gettito dell'ICI (al netto della parte sulle aree edificabili, contabilizzata fra le imposte dirette) ha mostrato un forte calo (23,2 per cento, a 9,2 miliardi) in conseguenza dell'abolizione dell'imposta prelevata sull'abitazione principale.

Nell'ambito delle imposte dirette, l'addizionale regionale e quella comunale all'Irpef sono aumentate rispettivamente del 10,6 e del 21,6 per cento (a 8,1 e 2,7 miliardi). Per le modalità di versamento, il gettito di questi due tributi è influenzato dalla variazione delle aliquote locali con un anno di ritardo. Nel caso dell'addizionale regionale, un'unica Regione ha incrementato l'aliquota nel 2007. L'effetto delle variazioni di aliquota è stato maggiore nel caso dell'addizionale comunale: nel 2007 l'aliquota media di tale tributo è aumentata da 0,26 a 0,40 punti percentuali.

I trasferimenti verso le Amministrazioni locali sono cresciuti del 5,9 per cento. L'incremento ha riguardato unicamente i trasferimenti pubblici correnti, aumentati del 12,3 per cento (a 93,3 miliardi), anche in relazione alla compensazione degli effetti degli sgravi fiscali relativi all'IRAP e all'ICI. I contributi pubblici agli investimenti e i trasferimenti dall'estero sono calati, rispettivamente, del 20,2 e del 30,4 per cento.

La legge delega sul federalismo fiscale. – Il 29 aprile è stata approvata la legge delega sul federalismo fiscale (cfr. la *Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia* resa al Senato il 18 novembre 2008). Il provvedimento delega il Governo a disciplinare con decreti l'autonomia finanziaria degli enti territoriali (art. 119 della Costituzione) e detta alcune regole di carattere generale relative a: a) risorse tributarie decentrate; b) perequazione fiscale; c) coordinamento fra i vari livelli di governo.

Il nuovo sistema di finanza decentrata si basa sull'assegnazione agli enti territoriali di tributi propri e di quote di compartecipazione al gettito dei tributi erariali; i trasferimenti erariali sono, per la maggior parte, soppressi. I tributi propri devono essere correlati ai servizi forniti dagli enti decentrati e si suddividono in tre categorie: tributi propri derivati (ossia istituiti con legge statale), addizionali prelevate sulle basi imponibili dei tributi erariali e tributi istituiti autonomamente dagli enti.

In base a quanto indicato nella legge delega, i tributi propri dei Comuni saranno individuati nell'ambito dell'imposizione immobiliare (con l'esclusione della tassazione patrimoniale sull'abitazione principale), mentre quelli delle Province avranno come presupposto il trasporto su gomma. Le Regioni potranno istituire tributi locali e addizionali ai tributi regionali in favore degli Enti locali collocati nel proprio territorio. Questi ultimi potranno stabilire tributi autonomi in relazione a particolari scopi, quali, nel caso dei Comuni, la realizzazione di opere pubbliche e di investimenti pluriennali nell'ambito dei servizi sociali, nonché il finanziamento degli oneri relativi alla mobilità urbana e ai flussi turistici.

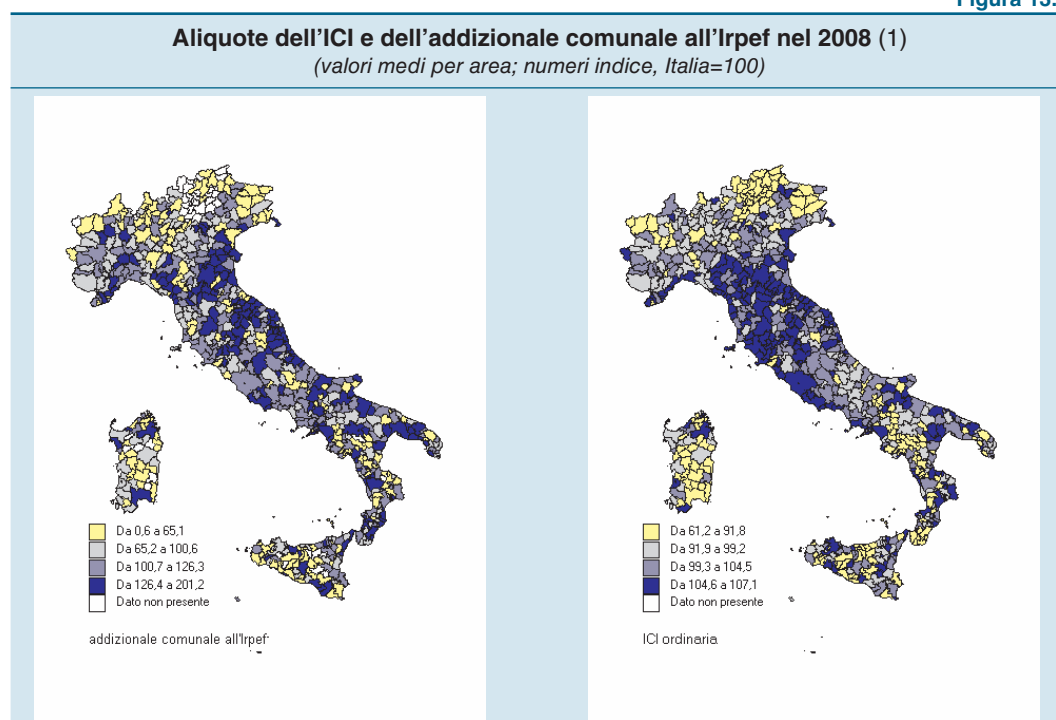
Gli enti territoriali potranno modificare gli elementi costitutivi delle imposte locali: per le prime due categorie di tributi propri, gli enti potranno variare le aliquote e introdurre detrazioni (nonché deduzioni ed esenzioni, nel caso dei tributi derivati) entro i margini fissati dalla legge; nel caso dei Comuni i limiti alla variazione delle aliquote potranno essere differenziati a seconda della dimensione demografica. Per i tributi propri istituiti autonomamente l'unico vincolo riguarda il divieto di sottoporre a imposizione presupposti già gravati da forme di prelievo erariale.

Spazi sufficientemente ampi di autonomia impositiva rendono effettivo il collegamento al margine fra decisioni di spesa e di prelievo da parte degli enti. Nell'ordinamento vigente l'autonomia impositiva è essenzialmente circoscritta alla facoltà di variare, entro intervalli prefissati, le aliquote di alcuni tributi

locali. Tale facoltà ha subito alcune limitazioni a seguito dei provvedimenti legislativi che fra il 2003 e il 2006 hanno sospeso gli incrementi delle aliquote dell'IRAP e delle addizionali all'Irpef. Il blocco delle aliquote è stato reintrodotta ed esteso alla generalità dei tributi locali dal decreto legge 27 maggio 2008, n. 93 (convertito con legge 4 luglio 2008, n. 126), in attesa dell'attuazione del federalismo fiscale (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica: Finanza decentrata).

Il ricorso alla leva fiscale è molto differenziato sul territorio. Le aliquote dell'IRAP e dell'addizionale regionale all'Irpef sono mediamente più alte nel Mezzogiorno per effetto degli incrementi automatici nelle Regioni con disavanzi sanitari elevati. A livello comunale, sia le aliquote dell'addizionale all'Irpef sia quelle ordinarie dell'ICI (che non sono state interessate dagli sgravi fiscali del 2008) risultano maggiori negli enti delle regioni a statuto ordinario rispetto a quelli delle regioni a statuto speciale (rispettivamente 0,45 e 0,66 per cento contro 0,35 e 0,62), in quelli del Centro rispetto a quelli del Sud e del Nord (0,52 e 0,69 per cento contro valori medi di 0,49 e 0,65 nel Sud e di 0,38 e 0,64 nel Nord; fig. 13.3).

Figura 13.3



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze, Ministero dell'Interno e Istituto per la finanza e l'economia locale.
(1) I dati si riferiscono all'aliquota media per sistema locale del lavoro, ponderata per la base imponibile di ciascun Comune (nel caso dell'addizionale) e per il gettito (nel caso dell'aliquota ordinaria dell'ICI).

Le compartecipazioni al gettito dei tributi erariali sono assegnate secondo il principio della territorialità: in particolare, la compartecipazione al gettito dell'IVA sarebbe ripartita in base al luogo di consumo; per la compartecipazione al gettito dell'Irpef, indicata fra le fonti di finanziamento dei Comuni, rilevarebbe la residenza del percettore di reddito.

Il sistema di finanziamento degli enti territoriali è completato da un fondo perequativo, che agisce in modo diverso a seconda del tipo di funzione da finanziare. Nel caso delle prestazioni per le quali tutte le Regioni devono garantire livelli essenziali nonché delle funzioni fondamentali svolte dagli Enti locali, la perequazione garantisce il finanziamento integrale del fabbisogno (valutato in base a parametri standard). Per tutte le altre funzioni (con l'eccezione di alcuni interventi destinati a specifiche finalità) la perequazione è volta a ridurre adeguatamente le differenze di capacità fiscale, senza penalizzare lo sforzo degli enti nel recupero di basi imponibili.

Fra le prestazioni delle Regioni per le quali devono essere garantiti livelli essenziali, la legge include la sanità (già di competenza regionale), l'assistenza (in parte già decentrata ai Comuni) e i compiti amministrativi in materia di istruzione. Per tali funzioni, il fabbisogno coperto con la perequazione sarebbe calcolato come differenza fra alcune entrate di natura tributaria (tributi propri derivati, addizionale regionale all'Irpef, una quota della compartecipazione all'IVA) e i costi standard dei livelli essenziali determinati dalla legge statale. Le aliquote dei tributi e delle compartecipazioni sarebbero fissate al livello sufficiente a garantire l'equilibrio finanziario nella Regione più ricca; il fondo perequativo, al quale accederebbero tutte le altre Regioni, verrebbe alimentato da una quota aggiuntiva di compartecipazione all'IVA. I servizi di trasporto locale sono in parte assimilati alle prestazioni connotate da livelli essenziali.

Riguardo alle funzioni non fondamentali delle Regioni, le differenze di capacità fiscale sono valutate con riferimento al gettito di un'addizionale all'Irpef, con aliquota tale da determinare nel complesso del Paese un gettito equivalente ai trasferimenti soppressi. La legge precisa che la perequazione terrà conto della dimensione demografica degli enti, ma non quantifica il parametro di riduzione delle differenze di capacità fiscale.

Con riferimento agli Enti locali, si prevede l'istituzione nel bilancio delle Regioni di due fondi perequativi distinti per livello di governo (Comuni, da un lato, Province e città metropolitane, dall'altro) e alimentati dallo Stato con risorse attinte dalla fiscalità generale. Nell'ambito delle funzioni fondamentali, la ripartizione del fondo terrebbe conto di un indicatore di fabbisogno standard, per le spese correnti, e di un indicatore di fabbisogno infrastrutturale, per le spese in conto capitale. Per le altre funzioni, le quote del fondo perequativo tengono conto della dimensione degli enti e della loro partecipazione a forme associative. Le Regioni possono effettuare valutazioni autonome delle variabili necessarie a definire il riparto dei fondi perequativi, purché nell'ambito di criteri concertati con gli enti interessati.

In materia di coordinamento della finanza pubblica, il provvedimento enuncia alcuni principi generali relativi al sistema tributario (limiti a forme di concorrenza fiscale verticale, salvaguardia della progressività, territorialità dei tributi propri), all'armonizzazione dei bilanci, alla disciplina fiscale (superamento del criterio della spesa storica, regole coerenti con il Patto di stabilità e crescita, meccanismi premiali e sanzionatori). Vengono istituiti una Commissione parlamentare per l'attuazione del federalismo fiscale, un Comitato di rappresentanti delle autonomie territoriali, una Commissione tecnica paritetica e una Conferenza permanente per il coordinamento della finanza pubblica.

La Conferenza permanente ha, fra gli altri, il compito di vigilare sul rispetto del Patto di convergenza. Il Patto viene definito annualmente dal Governo nell'ambito del disegno di legge finanziaria e delinea un percorso di convergenza dei costi, dei fabbisogni standard e degli obiettivi di servizio dei vari enti, fissando, per ciascun comparto, il livello programmato dei saldi da rispettare, le modalità di ricorso al debito, nonché l'obiettivo programmato della pressione fiscale.

La legge delega si conclude con una serie di disposizioni che riguardano, fra l'altro, la disciplina provvisoria di Roma capitale e delle città metropolitane (che possono essere istituite nelle aree in cui ricadono i Comuni di Torino, Milano, Venezia, Genova, Bologna, Firenze, Bari, Napoli e Reggio Calabria, su iniziativa congiunta di gruppi di Enti locali).

La legge dispone che venga adottato entro un anno un primo decreto per la definizione dei principi fondamentali in materia di bilanci pubblici, accompagnato da una relazione sul quadro generale di finanza decentrata e da ipotesi di definizione su base quantitativa dei rapporti tra Stato ed enti territoriali. L'intera disciplina attuativa sarà completata entro due anni. La transizione al nuovo regime di assegnazione delle risorse perequative avverrebbe nell'arco di cinque anni a partire dalla determinazione del contenuto finanziario dei livelli essenziali delle prestazioni.

Il fabbisogno e il debito

Il fabbisogno. – Nel 2008, dopo essersi ridotto per due anni consecutivi, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 21,9 miliardi, da 26,4 a 48,3 miliardi (dall'1,7 al 3,1 per cento del PIL; tav. 13.5); gli introiti delle dismissioni mobiliari, che avevano ridotto il fabbisogno del 2007 di 3,5 miliardi, sono stati sostanzialmente nulli. Il fabbisogno delle Amministrazioni centrali (52,5 miliardi) ha risentito del prestito trentennale (circa 8 miliardi) dello Stato ad alcune Regioni finalizzato, nell'ambito dei piani di rientro da disavanzi elevati, al rimborso di passività finanziarie e commerciali del settore sanitario. Le Amministrazioni locali e gli enti previdenziali hanno registrato un saldo positivo, rispettivamente per 3,9 e 0,4 miliardi.

Tavola 13.5

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (milioni di euro)					
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008
Indebitamento netto	48.572	61.432	49.312	23.225	42.979
Fabbisogno complessivo	49.737	70.668	58.811	26.370	48.282
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	58.052	75.286	58.849	29.870	48.300
Debito	1.444.563	1.512.740	1.581.957	1.598.934	1.662.558
<i>per memoria:</i>					
Dismissioni mobiliari (introiti -) (1)	-8.316	-4.618	-38	-3.500	-19

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.
(1) Si fa riferimento agli importi relativi alle Amministrazioni centrali.

Il fabbisogno e l'incremento delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (10,6 miliardi, -13,1 nel 2007) sono stati finanziati principalmente con emissioni nette di titoli. Queste sono state pari a 60,5 miliardi (28,1 nel 2007), di cui 19,5 a breve termine; la quota delle emissioni nette a breve termine è aumentata dal 19,8 per cento del 2007 al 32,2 per cento. La voce monete e depositi ha contribuito per 4,2 miliardi (-14,0 nel 2007): le passività postali assegnate al Ministero dell'Economia e delle Finanze, in occasione della trasformazione in società per azioni della Cassa depositi e prestiti (CDP), si sono ridotte di 5,7 miliardi; i depositi detenuti presso la Tesoreria dello Stato da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche sono aumentati di 9,7 miliardi (in particolare, quelli della CDP sono saliti di 13,0 miliardi); la circolazione di Stato è aumentata di 0,2 miliardi. Vi sono stati rimborsi netti di prestiti di istituzioni finanziarie monetarie per 1,1 miliardi (2,5 nel 2007). Le passività relative a operazioni di cartolarizzazione sono diminuite di 4,8 miliardi.

Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto. – Nel 2008 il divario tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e l'indebitamento netto è stato pari a 0,3 punti percentuali del PIL (0,4 punti nel 2007), in riduzione per il terzo anno consecutivo (tav. 13.6).

Al divario hanno contribuito l'accumulazione di attività finanziarie (0,3 punti percentuali del PIL, 0,4 punti nel 2007), che accresce il fabbisogno ma non l'indebitamento, e le differenze riconducibili al diverso criterio di contabilizzazione delle transazioni, di cassa nel caso del fabbisogno e di competenza economica per l'indebitamento netto (0,3 per cento del PIL, 0,2 nel 2007 e in media nulle nel decennio 1999-2008). Le discrepanze statistiche, dovute alle diverse modalità di rilevazione del fabbisogno utilizzate dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, hanno ridotto il divario per 0,2 punti percentuali del PIL (0,1 punti nel 2007).

Tavola 13.6

Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito		<i>(in percentuale del PIL)</i>									
VOCI		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
			(1)								(2)
(a)	Indebitamento netto (Istat)	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,3	3,3	1,5	2,7
(b)	Saldo delle partite finanziarie	0,6	2,2	0,5	0,3	0,3	1,0	1,3	0,5	0,4	0,3
(c)	Differenza cassa-competenza	0,2	-1,1	0,6	-0,2	0,7	-0,4	-0,4	0,2	0,2	0,3
	<i>saldo primario</i>	0,3	-0,6	0,9	0,2	0,9	-0,2	-0,3	-0,1	0,3	0,1
	<i>interessi</i>	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,2
(d)=(a)+(b)+(c)	Fabbisogno del settore pubblico (MEF)	2,6	3,1	4,2	3,0	4,4	4,1	5,2	4,0	2,1	3,3
(e)=(g)-(d)	Discrepanze Fabbisogno AP - Fabbisogno SP	0,8	0,5	0,7	0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
(g)	Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari (BI)	3,4	3,6	5,0	3,1	4,2	4,2	5,3	4,0	1,9	3,1
(h)	Dismissioni mobiliari (introiti -)	-2,0	-1,3	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,0
(i)=(g)+(h)	Fabbisogno complessivo (BI)	1,4	2,2	4,6	2,9	3,0	3,6	4,9	4,0	1,7	3,1
(l)	Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	0,6	-0,8	0,2	0,0	-0,6	0,2	-0,1	0,6	-0,9	0,7
(m)	Scarti di emissione	-0,1	0,0	-0,2	-1,9	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3
(n)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	0,6	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
(o)=(i)+(l)+(m)+(n)	Variazione del debito (BI)	2,5	1,5	4,6	0,8	1,9	3,7	4,8	4,7	1,1	4,0
(p)=(a)-(o)	Divario Indebitamento netto - Variazione del debito	-0,7	0,5	-1,6	2,1	1,6	-0,2	-0,5	-1,3	0,4	-1,3
(f)=(a)-(g)	<i>Divario Indebitamento netto - Fabbisogno AP</i>	-1,6	-1,6	-1,9	-0,2	-0,8	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,3
(q)=(g)-(o)	<i>Divario Fabbisogno AP - Variazione del debito</i>	0,9	2,1	0,3	2,3	2,4	0,5	0,5	-0,7	0,8	-1,0

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno del settore pubblico (SP; calcolato al netto delle dismissioni mobiliari) e gli interessi passivi di cassa, Ministero dell'Economia e delle finanze, Rtc e Ruef, vari anni; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche (AP), la variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia, gli scarti di emissione e la variazione del controvalore in euro di passività in valuta, Banca d'Italia; 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 presso la Banca d'Italia, 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 riduce la 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 economica (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 (11.899 milioni, di cui 10.709 inclusi nelle dismissioni mobiliari). – (2) Dati provvisori.

Il debito. – Nel 2008 l'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentata di 2,2 punti percentuali, al 105,7 per cento: l'avanzo primario (2,4 punti percentuali del PIL) è stato più che compensato dall'effetto (3,3 punti percentuali) del divario tra onere medio del debito e tasso di crescita del PIL e dalla componente residuale (1,3 punti percentuali), che riflette fattori che hanno un impatto sul debito ma non sull'indebitamento netto.

L'aumento nominale del debito (63,6 miliardi, contro 17,0 nel 2007) ha riflesso, oltre al fabbisogno (48,3 miliardi; 26,4 nel 2007), l'incremento già ricordato delle disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia (10,6 miliardi, -13,1 nel 2007), gli scarti di emissione su titoli (4,5 miliardi, 4,1 nel 2007) e il deprezzamento dell'euro, che ha accresciuto di 0,3 miliardi il controvalore delle passività in valuta (nel 2007 l'effetto era stato negativo per 0,3).

La quota sul totale del debito dei titoli a breve termine è aumentata di 0,9 punti percentuali (all'8,9 per cento), mentre quella dei titoli a medio e a lungo termine si è lievemente ridotta (dal 74,4 al 74,3 per cento). Il debito include, al valore nominale (30,5 miliardi), i buoni postali emessi fino all'aprile del 2001 che erano 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, che include gli interessi capitalizzati, era pari alla fine del 2008 a 93,8 miliardi.

L'incidenza sul PIL del debito delle Amministrazioni locali è diminuita dal 7,2 al 6,8 per cento. Il debito delle Regioni si è ridotto dal 2,9 al 2,6 per cento del PIL, soprattutto per effetto della chiusura anticipata di alcune operazioni di cartolarizzazione nel settore sanitario. In rapporto al PIL il debito dei Comuni e quello delle Province sono rimasti invariati, rispettivamente al 3,0 e allo 0,6 per cento.

La quota dei prestiti di istituzioni finanziarie monetarie sul totale del debito delle Amministrazioni locali è aumentata di 3,5 punti percentuali (al 66,7 per cento), quella dei titoli è cresciuta di 0,5 punti (al 28,3 per cento); si è contratta, invece, di 4,1 punti la quota delle altre passività, costituite principalmente da operazioni di cartolarizzazione (al 5,0 per cento).

Nel 2008, mantenendo costante la ripartizione territoriale del PIL rispetto a quella del 2007, l'incidenza del debito sul prodotto dei rispettivi territori si è ridotta in tutte le aree del Paese. La riduzione è stata meno accentuata nel Nord Est (dal 4,7 al 4,6 per cento) e nel Nord Ovest (dal 6,0 al 5,8 per cento), più pronunciata nel Centro (dal 9,5 all'8,5 per cento) e nel Mezzogiorno (dal 9,1 all'8,6 per cento) dove si sono concentrati i citati rimborsi di debiti del settore sanitario.

L'utilizzo di strumenti finanziari derivati da parte delle Amministrazioni locali. – Dalla seconda metà degli anni novanta le Amministrazioni locali hanno fatto ricorso a strumenti finanziari derivati per la gestione delle proprie passività. Dal 2001 il legislatore è intervenuto più volte per evitare l'assunzione di rischi eccessivi e l'utilizzo improprio di tali strumenti.

La legge finanziaria per il 2002 e un successivo decreto del dicembre del 2003 hanno stabilito che le Amministrazioni locali possono sottoscrivere esclusivamente contratti derivati plain vanilla (ossia nella forma più semplice presente sui mercati) e solo a fronte di passività effettivamente dovute. La legge finanziaria per il 2007 ha previsto l'obbligo di comunicazione preventiva al Ministero dell'Economia e delle finanze; quella per il 2008 ha introdotto obblighi di trasparenza, anche in bilancio. Infine, la manovra triennale varata nel giugno del 2008 ha vietato la stipula di nuovi contratti derivati fino al riordino della regolamentazione; tale disposizione è stata ribadita nella legge finanziaria per il 2009.

L'operatività in strumenti derivati delle Amministrazioni locali è qui di seguito analizzata sulla base delle segnalazioni statistiche di vigilanza (matrice dei conti) e della Centrale dei rischi, che rilevano solo i contratti conclusi con intermediari residenti. Va sottolineato che gli enti di maggiore dimensione si rivolgono anche a intermediari non residenti. Il valore delle obbligazioni finanziarie oggetto di contratti derivati (valore nominale) era pari a circa 0,1 miliardi alla fine del 2000; alla fine del 2008 si è collocato intorno a 26 miliardi.

I corrispondenti valori intrinseci negativi lordi, che indicano l'ammontare che gli enti dovrebbero versare agli intermediari se le operazioni in essere dovessero essere chiuse, sono passati da circa 2 milioni alla fine del 2000, a circa 1,1 miliardi alla fine del 2008. L'elevato livello di questi valori e la bassa correlazione con l'andamento dei tassi di mercato potrebbero riflettere un utilizzo dei derivati anche per soddisfare esigenze di liquidità. Il valore intrinseco positivo a favore delle Amministrazioni locali era pari a circa 0,1 miliardi alla fine del 2008.

Le Amministrazioni locali che hanno utilizzato strumenti finanziari derivati con controparti residenti erano oltre 450 a fine 2008 (di cui 13 Regioni, 32 Province e oltre

400 Comuni). Dal lato dell'offerta, la quota di mercato dei primi tre intermediari residenti, in termini di valore nozionale, era pari a circa il 70 per cento.

L'utilizzo di contratti derivati può offrire agli enti decentrati una garanzia contro alcuni rischi finanziari (fluttuazioni dei tassi di interesse o del cambio) e rendere più agevole la gestione del debito. Tuttavia, trattandosi di strumenti finanziari complessi, valutabili con difficoltà soprattutto dagli enti più piccoli, il loro utilizzo può determinare un incremento significativo degli oneri finanziari e una riduzione della trasparenza dei conti pubblici. La normativa che disciplina l'impiego di derivati da parte delle Amministrazioni locali è in corso di revisione; attualmente gli enti non possono concludere nuovi contratti. Ordinamenti di altri paesi, data la difficoltà di evitare comportamenti volti a spostare su esercizi futuri gli oneri di bilancio, hanno limitato l'utilizzo di derivati soprattutto da parte delle Amministrazioni locali di minore dimensione.

LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2009 E PER IL MEDIO TERMINE

Nell'estate del 2008, in un contesto congiunturale ancora relativamente favorevole, il Governo definiva una manovra triennale volta a conseguire nel 2009 un indebitamento netto pari al 2,0 per cento del PIL e a raggiungere nel 2011 un sostanziale pareggio di bilancio. Nei mesi successivi, a fronte dell'aggravarsi della crisi, sono stati varati diversi interventi volti a contrastarne gli effetti sul settore finanziario e a sostenere l'attività economica. Il progressivo peggioramento delle previsioni di crescita si è riflesso sulle stime del disavanzo che sono state via via riviste al rialzo per tutto l'orizzonte previsivo.

La politica di bilancio per il 2009

Alla fine di giugno, il nuovo Governo approvava, contestualmente al DPEF per gli anni 2009-2013, un decreto legge che delineava la quasi totalità degli interventi necessari a conseguire gli obiettivi fissati per il triennio 2009-2011 (cfr. la *Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia* resa al Parlamento il 2 luglio 2008). Il provvedimento veniva convertito in legge all'inizio di agosto (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per gli anni 2009-2011*, in *Bollettino economico*, n. 54, 2008). Nella prassi seguita fino a quel momento, gli interventi volti a conseguire l'obiettivo fissato nel DPEF per l'anno seguente erano definiti con la legge finanziaria, il cui esame è avviato alla fine di settembre.

Il DPEF del giugno del 2008 fissava un percorso di graduale riduzione dell'indebitamento netto, al 2,0 per cento del PIL nel 2009 (tav. 13.7), all'1,0 nel 2010 e allo 0,1 nel 2011. Veniva programmata una continua flessione per il rapporto fra il debito e il prodotto, che avrebbe dovuto scendere sotto il 100 per cento nel 2011.

La manovra triennale prevedeva, secondo le valutazioni ufficiali, una correzione dell'indebitamento netto pari a 0,6 punti percentuali del PIL nel 2009, 1,0 punti nel 2010 e 1,8 punti nel 2011. Per il 2009 la correzione era basata prevalentemente sull'incremento netto delle entrate (riguardante quasi interamente le imprese dei settori bancario, assicurativo ed energetico), mentre nel biennio successivo assumevano un ruolo preponderante le riduzioni nette di spesa, che passavano da 4,1 miliardi nel 2009 a oltre 25 miliardi nel 2011. Queste ultime derivavano principalmente da vincoli finanziari; la realizzazione dei

risparmi previsti richiedeva l'approvazione di interventi che delineassero gli aspetti operativi dei provvedimenti e un attento monitoraggio della loro implementazione. La legge finanziaria, approvata a dicembre, introduceva revisioni marginali ai valori programmati per le entrate e per le spese lasciando inalterati i saldi.

Tavola 13.7

Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2009 (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 2008)	42,8	40,3	83,1	....		1.637,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,6	2,5	5,1	103,2	0,9	
RPP (settembre 2008)	34,1	49,7	83,7	....		1.640,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,1	3,0	5,1	102,9	0,5	
<i>Programma di stabilità e Nota informativa 2009-2011 (febbraio 2009)</i>						
<i>in percentuale del PIL</i>	57,7	20,2	77,9	....	-2,0	1.563,4
	3,7	1,3	5,0	110,5		
Ruef (aprile 2009)	71,0	5,4	76,4	....	-4,2	1.528,9
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	0,4	5,0	114,3		
Obiettivi						
DPEF (giugno 2008)	32,7	50,1	82,8	....		1.637,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,0	3,1	5,1	102,7	0,9	
RPP (settembre 2008)	34,1	49,7	83,7	....		1.640,2
<i>in percentuale del PIL</i>	2,1	3,0	5,1	102,9	0,5	

I risparmi attesi dalla manovra triennale derivavano per la quasi totalità dalla razionalizzazione e dalla riorganizzazione delle Amministrazioni pubbliche. In particolare, le riduzioni delle spese delle Amministrazioni centrali diverse da quelle per stipendi, pensioni, interessi e altre erogazioni di natura obbligatoria riflettevano tagli degli stanziamenti relativi alle principali missioni in cui si articola il bilancio dello Stato; la diminuzione delle spese in conto capitale era di notevole entità. Ai singoli ministeri rimaneva la possibilità di scegliere gli specifici programmi da ridimensionare e indicare ulteriori modifiche da apportare in corso d'anno. Circa un terzo dei risparmi lordi complessivi riguardava le Amministrazioni locali attraverso la revisione del Patto di stabilità interno; riduzioni di spesa nel settore sanitario erano previste a partire dal 2010.

In ottobre, novembre e febbraio, con l'acuirsi della crisi finanziaria, il Governo approvava misure per la stabilità del sistema finanziario (cfr. il riquadro: *Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009 e il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*) e di sostegno all'economia (cfr. il riquadro: *Il decreto legge anticrisi*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009 e il riquadro: *Il decreto legge anticrisi di febbraio*, in *Bollettino economico*, n. 56, 2009). Le prime mettevano a disposizione del Governo una serie di strumenti che miravano alla tutela dei risparmiatori e a mantenere adeguati livelli di capitalizzazione e di liquidità delle banche. Gli interventi di sostegno all'economia, in base alle valutazioni ufficiali, sono stati interamente finanziati con riduzioni di spese e aumenti di entrate, senza effetti sul disavanzo. L'intervento di sostegno all'economia di novembre prevedeva soprattutto trasferimenti monetari alle famiglie a basso reddito e, in misura minore, sgravi per le imprese. Gli oneri delle misure (nel complesso pari a 6,4 miliardi per il 2009, 3,9 nel 2010 e 4,8 nel 2011) sono stati finanziati con aumenti di entrate, legati per metà all'introduzione di alcune imposte sostitutive per il riallineamento e

la rivalutazione volontari di valori contabili, e in misura minore attraverso riduzioni di spese. Il successivo decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5, ha introdotto incentivi all'acquisto di beni durevoli, soprattutto autoveicoli (nel complesso 1,1 miliardi nel 2009), a fronte della revoca di alcune agevolazioni fiscali e delle maggiori entrate per il bilancio pubblico determinate dall'atteso incremento della domanda.

Per il 2009 le misure in favore delle famiglie (3,5 miliardi) definite a novembre riguardano l'introduzione di un trasferimento monetario una tantum ai nuclei a basso reddito, un sostegno a fronte degli oneri relativi ai mutui a tasso variabile, la proroga della detassazione dei premi di produttività introdotta in via temporanea alla fine di maggio dello scorso anno e il blocco dell'adeguamento di alcune tariffe. Per le imprese sono previsti sgravi, complessivamente pari a 1,6 miliardi, principalmente derivanti dalla parziale deducibilità dell'IRAP ai fini delle imposte sul reddito; è prevista inoltre la possibilità di versare l'IVA al momento dell'effettiva riscossione anziché al momento della fatturazione.

L'utilizzo della politica di bilancio a fini anticiclici ha trovato in Italia un limite nell'elevato peso del debito pubblico e nell'accresciuta avversione al rischio degli investitori nazionali e internazionali, che ha determinato un notevole ampliamento del divario di rendimento richiesto sui BTP decennali rispetto ai titoli tedeschi di uguale durata, solo in parte riassorbito nelle ultime settimane (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*).

Dalla prima metà del 2008 il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato italiani decennali e i corrispondenti titoli tedeschi si era ampliato fino a superare i 150 punti base alla fine di gennaio del 2009; alla metà del successivo mese di maggio era pari a circa 90 punti. L'aumento degli spread nei confronti dei titoli di Stato tedeschi ha interessato anche gli altri paesi dell'area dell'euro. Il differenziale sui titoli greci e irlandesi a metà maggio era ancora dell'ordine di 170 punti base. Un'analisi empirica sulle determinanti dei differenziali di rendimento nei paesi dell'area dell'euro evidenzia che a una maggiore avversione al rischio degli investitori (misurata da un indicatore della volatilità implicita nei mercati azionari) si accompagnano generalmente spread più elevati. Inoltre, dall'inizio del 2008, con l'intensificarsi della crisi finanziaria, variazioni nelle previsioni della crescita del PIL e degli indicatori di finanza pubblica sembrano aver influito significativamente sull'andamento dei differenziali di rendimento nei paesi dell'area; questi effetti invece non emergono dall'analisi empirica quando ci si concentra sugli anni 2000-07.

La Commissione europea, tenuto conto delle condizioni dei conti pubblici italiani, ha valutato gli interventi di stimolo all'economia messi in campo dal Governo come sostanzialmente coerenti con il piano di sostegno macroeconomico (European Economic Recovery Plan) approvato a dicembre del 2008 dal Consiglio della UE (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio*).

In presenza di fluttuazioni cicliche di limitata entità, l'utilizzo degli stabilizzatori automatici e della politica monetaria è considerato sufficiente a contenere lo scostamento della domanda aggregata dal prodotto potenziale. In genere, politiche discrezionali espansive vengono considerate inappropriate, poiché possono avere effetti negativi nel lungo periodo sull'accumulazione del capitale (a causa del maggior debito pubblico che spiazzerebbe gli investimenti produttivi) o sull'offerta di lavoro (qualora il riequilibrio si basasse su maggiori imposte). Inoltre, i tempi connessi con le decisioni di bilancio e con la loro attuazione hanno spesso reso l'impulso pubblico tardivo e le valutazioni in tempo reale dello stato della congiuntura si sono rivelate in molti casi sbagliate. Tuttavia, data la gravità della crisi in atto, si è formato un vasto consenso sulla opportunità per i paesi senza gravi squilibri nei conti pubblici di adottare politiche discrezionali di stimolo. Tale indicazione presuppone che si programmino tagli alla spesa in grado, una volta superata la crisi, di riassorbire il maggior debito pubblico creato per sostenere la domanda.

Nei primi mesi dell'anno il Parlamento ha approvato due leggi delega. A marzo, è stata definita una riforma del rapporto di lavoro pubblico finalizzata ad accrescere la produttività (cosiddetta legge Brunetta; cfr. il paragrafo nel capitolo 10: *L'evoluzione del quadro normativo*). Il secondo provvedimento, approvato alla fine di aprile, delinea un nuovo sistema di finanziamento della spesa decentrata, che il Governo dovrà disci-

plinare con decreti attuativi nel prossimo biennio (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*).

Alla fine di aprile, a seguito del sisma che ha colpito l'Abruzzo, il Governo ha approvato un provvedimento (decreto legge 28 aprile 2009, n. 39) che delinea gli interventi in favore della popolazione interessata. Il decreto, attualmente in discussione in Parlamento, rimanda per la definizione di rilevanti aspetti operativi delle misure a provvedimenti attuativi.

Gli interventi inclusi nel decreto legge varato dal Governo interessano il periodo 2009-2033. Per il primo triennio le principali misure prevedono l'incremento degli stanziamenti per gli interventi effettuati dalla protezione civile e la realizzazione di abitazioni temporanee.

Le stime più recenti sui conti pubblici. – L'aggiornamento del *Programma di stabilità* dello scorso febbraio aveva portato la stima dell'indebitamento netto per il 2009 al 3,7 per cento del PIL. Le più recenti stime del Governo incluse nella Ruef di aprile incorporano un ulteriore marcato peggioramento delle prospettive dell'economia per l'anno in corso. Il documento presenta uno scenario previsivo sostanzialmente in linea con quello diffuso all'inizio di maggio dalla Commissione europea. Per il 2009 il Governo stima, a fronte di una riduzione del PIL del 4,2 per cento, un aumento dell'indebitamento netto al 4,6 per cento del prodotto. Le entrate si attesterebbero al 47,6 per cento del PIL, un livello analogo al massimo storico registrato nel 1997; la spesa primaria si collocherebbe al 47,2 per cento, il valore più elevato dal dopoguerra; la componente corrente supererebbe di 5,0 punti percentuali del prodotto la media degli anni novanta. L'aumento del peso del debito pubblico è stimato in 8,5 punti, al 114,3 per cento del PIL; tale indicazione tiene conto di interventi a sostegno del settore finanziario valutati in 10 miliardi.

Nelle stime della Commissione europea e del Governo, basate su un'analoga metodologia, il livello dell'indebitamento netto strutturale nel 2009 è poco al di sotto del 3 per cento del PIL; la parte del disavanzo attribuibile al ciclo economico nell'anno in corso sarebbe pari a quasi due punti.

Le stime dell'indebitamento netto strutturale sono soggette ad ampi margini di incertezza. Questi ultimi dipendono soprattutto dalle difficoltà di misurare in tempo reale la posizione ciclica dell'economia, testimoniate dalle ampie revisioni ex post delle stime iniziali dell'output gap. Impiegando la metodologia di calcolo usualmente adottata dalla Banca d'Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 11: L'indebitamento netto nel 2006 nella Relazione sull'anno 2006) il saldo strutturale nel 2009 si collocherebbe intorno al 4 per cento del PIL.

I dati relativi ai primi mesi dell'anno in corso confermano l'atteso significativo peggioramento dei conti pubblici. Il fabbisogno del settore statale nel primo quadrimestre è stato pari a 48,4 miliardi, superiore di 17,0 a quello registrato nello stesso periodo del 2008. Lo stesso confronto effettuato per il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche mostra, in base a stime preliminari, uno scarto pari a circa 24 miliardi.

Nel primo quadrimestre le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato sono diminuite del 3,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2008 (3,9 miliardi). Dall'inizio dell'anno l'IVA è scesa del 10,4 per cento; le ritenute Irpef sui redditi da lavoro dipendente e da pensione sono diminuite dell'1,1 per cento. Sulla crescita del fabbisogno hanno influito inoltre alcune operazioni straordinarie, quali l'erogazione di maggiori rimborsi fiscali e il riacquisto dalla società SCIP2 degli immobili che erano stati ceduti nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione nel 2002 (circa 2 miliardi).

I programmi e le prospettive per il biennio 2010-11

La manovra di bilancio triennale definita nell'estate del 2008 mirava a conseguire il pareggio di bilancio nel 2011. Tale obiettivo era rinviato nel tempo con l'aggiornamento del *Programma di stabilità* del febbraio scorso, che teneva conto della crisi economica, anche se in misura parziale.

Le attuali previsioni scontano un quadro macroeconomico ancora peggiore. Per il 2010 sia la Commissione europea sia il Governo stimano una debole crescita dell'attività economica (0,1 e 0,3 per cento rispettivamente). Mentre la Commissione europea prevede un contenuto peggioramento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (0,3 punti, al 4,8 per cento del PIL), la Ruef indica un disavanzo stabile al 4,6 per cento e un lieve aumento dell'avanzo primario (fig. 13.4). Il rapporto fra il debito e il prodotto aumenterebbe di circa tre punti percentuali sia per la Commissione (al 116,1 per cento) sia per il Governo (al 117,1 per cento). Entrambi gli scenari previsivi scontano una ripresa dell'economia relativamente rapida e una forte decelerazione della dinamica delle erogazioni.

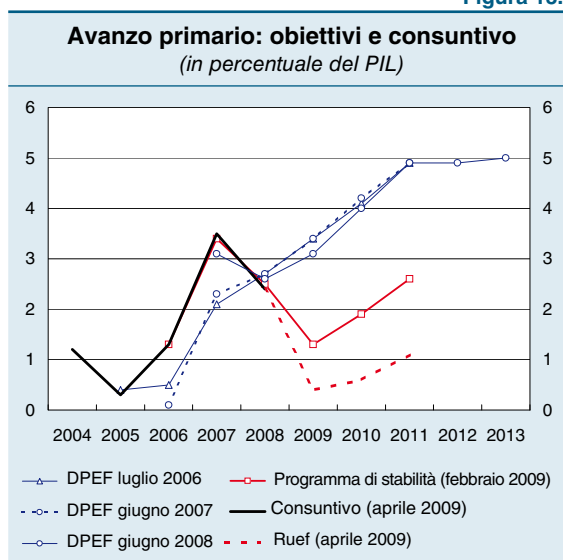
Per il 2011 le stime della Ruef indicano, nonostante il forte calo programmato per l'incidenza sul prodotto della spesa in conto capitale, un disavanzo ancora superiore al 4 per cento del PIL e un debito pubblico in aumento.

Secondo la Ruef, la crescita del prodotto risalirebbe nel 2011 all'1,2 per cento e l'indebitamento netto scenderebbe di 0,3 punti, al 4,3 per cento. La spesa per interessi aumenterebbe dal 5,2 al 5,5 per cento del PIL. Il rapporto fra il debito e il prodotto crescerebbe di 1,2 punti percentuali, avvicinandosi ai livelli massimi registrati intorno alla metà degli anni novanta.

L'incertezza sull'andamento congiunturale e sulle prospettive di medio termine dell'economia è ancora elevata. Nel breve periodo occorre contemperare l'esigenza di mitigare le forti difficoltà delle imprese e delle famiglie con la necessità di limitare il più possibile la crescita del disavanzo e quella del debito. È essenziale che le misure di sostegno all'economia siano mirate, abbiano natura temporanea e siano accompagnate da riduzioni delle spese non essenziali. Gli spazi per recuperi di efficienza nella produzione di servizi pubblici sono ancora ampi. Vi sono inoltre margini per ridurre l'evasione fiscale, che introduce distorsioni nei meccanismi di mercato a danno dei contribuenti che ottemperano agli obblighi di legge.

Gli scenari per i prossimi anni prospettano un contesto caratterizzato da elevati disavanzi e un peso del debito crescente. In un orizzonte temporale più ampio le finanze pubbliche dovranno inoltre sostenere gli effetti del progressivo invecchiamento della popolazione.

Figura 13.4



La sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio e nel lungo periodo richiede che il saldo di bilancio sia riportato – non appena le condizioni congiunturali lo consentano – verso il pareggio, per riassorbire il debito accumulato nel corso della crisi economica e ridurre ulteriormente il peso sul prodotto. Il modesto livello raggiunto dalla spesa in conto capitale e l'elevato carico fiscale suggeriscono di concentrare gli interventi sulla spesa corrente. L'ampiezza della correzione richiede che si operi su tutte le componenti, inclusi gli esborsi per pensioni che rappresentano una quota significativa del bilancio pubblico e sono caratterizzati da una dinamica sostenuta. L'aumento nel medio termine dell'età effettiva di pensionamento permetterebbe anche di tenere conto della crescente longevità della popolazione. Una rapida definizione e approvazione degli interventi, ancorché con effetti dilazionati nel tempo, avrebbe il vantaggio di accrescere la fiducia degli operatori economici dando certezza sui tempi del riassorbimento degli squilibri.

Al fine di consentire un più efficace governo della spesa è prioritaria una profonda revisione dell'organizzazione delle Amministrazioni pubbliche. Occorre accrescere la produttività nel settore pubblico, proseguendo nell'azione di riforma avviata negli scorsi mesi. Un contributo potrà essere fornito anche da una rapida attuazione della legge delega in materia di federalismo fiscale, se accompagnata da regole di bilancio rigorose in grado di garantire l'equilibrio dei conti e di rafforzare gli incentivi al contenimento degli esborsi.

14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2008 il risparmio finanziario delle famiglie, che misura la differenza tra i flussi di attività e di passività finanziarie, non ha subito sostanziali variazioni rispetto all'anno precedente, risultando pari al 2,8 per cento del PIL. Gli investimenti finanziari netti sono diminuiti e si sono indirizzati principalmente verso strumenti emessi dalle banche; si è accentuato il deflusso di risorse dai fondi comuni. La ricchezza finanziaria netta delle famiglie si è ridotta a causa delle perdite di valore di azioni e partecipazioni. L'espansione dei prestiti bancari alle famiglie ha registrato un deciso rallentamento. Alla minore domanda di finanziamenti si è affiancato un contenuto inasprimento delle condizioni di offerta, in parte causato dal peggioramento della situazione finanziaria delle famiglie indebitate che si è riflesso in un aumento dei ritardi di pagamento. Il tasso di insolvenza è tuttavia aumentato in misura limitata.

La redditività operativa delle società non finanziarie è ulteriormente diminuita, raggiungendo i livelli dei primi anni novanta. Gli oneri finanziari netti, saliti al 21,7 per cento del margine operativo lordo, hanno concorso a limitare la capacità di autofinanziamento delle imprese: pur in presenza di un notevole calo degli investimenti fissi il fabbisogno finanziario è rimasto molto elevato, al 3,6 per cento del PIL. Le imprese vi hanno fatto fronte aumentando l'indebitamento e attingendo alle provviste di liquidità. I prestiti bancari sono cresciuti a ritmi progressivamente più contenuti. Le politiche di erogazione delle banche si sono fatte più selettive, soprattutto nei confronti delle imprese maggiormente indebitate per le quali l'accesso al credito si è ristretto. Il protrarsi della fase recessiva sta generando rilevanti tensioni finanziarie nelle aziende, riflettendosi in crescenti difficoltà nel rimborso del debito.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Il saldo finanziario e la ricchezza delle famiglie. – Nel 2008 il saldo finanziario del settore delle famiglie (consumatrici, produttrici e istituzioni sociali senza scopo di lucro) è risultato pari a 44 miliardi, un ammontare simile a quello dell'anno precedente (tav. 14.1). Al lieve aumento del flusso di risparmio delle famiglie (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) si è affiancato un valore ancora elevato di investimenti in attività reali, principalmente in nuove abitazioni e ristrutturazioni.

A causa della forte contrazione del valore di azioni e partecipazioni, le attività finanziarie delle famiglie italiane si sono ridotte di quasi 300 miliardi, raggiungendo un ammontare di 3.428 miliardi (tav. 14.2). Alla fine dell'anno la loro consistenza risultava pari a poco più di tre volte il reddito disponibile, in calo rispetto al 2007, quando il rapporto era pari a 3,5; una riduzione analoga si è osservata nell'area dell'euro, in particolare in Belgio e in Spagna, paesi in cui le famiglie detengono una quota elevata

di azioni e partecipazioni (tav. 14.3). Anche il rapporto tra la ricchezza finanziaria netta e il reddito disponibile è diminuito: in Italia ha raggiunto un valore inferiore a 2,5, il più basso del decennio; il livello è comunque superiore alla media dell'area dell'euro (1,8) e in linea con quello del Regno Unito.

Tavola 14.1

Saldi finanziari (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2005	2006	2007	2008
Famiglie (2)	64.866	59.999	42.626	43.740
di cui: <i>con l'estero</i>	42.141	32.559	237	-20.122
Società non finanziarie	-30.250	-35.397	-57.820	-56.932
di cui: <i>con l'estero</i>	53.445	38.516	75.435	31.735
Amministrazioni pubbliche	-61.600	-48.564	-25.261	-40.353
di cui: <i>con l'estero</i>	-91.578	-36.967	7.268	-69.381
Istituzioni finanziarie monetarie	11.769	-12.801	22.335	3.421
di cui: <i>con l'estero</i>	-47.978	-62.700	-71.611	43.459
Altri intermediari finanziari (3)	30.736	11.621	16.269	2.616
di cui: <i>con l'estero</i>	5.711	-26.257	-22.057	-27.494
Imprese di assicurazione (4)	-26.992	11.488	-18.505	-1.216
di cui: <i>con l'estero</i>	26.785	41.195	-9.631	-6.923
Resto del mondo	11.471	13.653	20.356	48.723
In percentuale del PIL				
Famiglie	4,5	4,0	2,8	2,8
Società non finanziarie	-2,1	-2,4	-3,7	-3,6
Amministrazioni pubbliche	-4,3	-3,3	-1,6	-2,6
Società finanziarie (5)	1,1	0,7	1,3	0,3
Resto del mondo	0,8	0,9	1,3	3,1
In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (6)				
Famiglie	2,4	2,8	0,8	1,3
Società non finanziarie	-0,9	-1,7	-2,5	-2,7
Amministrazioni pubbliche	-2,4	-2,2	0,2	-1,3

(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. – (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.

Gli investimenti in attività finanziarie. – Nel 2008 gli investimenti finanziari netti delle famiglie si sono ridotti rispetto all'anno precedente (da 103 a 70 miliardi; tav. 14.2). Si è osservato un deciso spostamento delle preferenze di investimento e delle quote di portafoglio verso strumenti finanziari emessi dalle banche (depositi a vista e a scadenza e obbligazioni bancarie): gli acquisti netti sono stati pari a 93 miliardi, oltre il doppio rispetto all'anno precedente; l'incremento è stato particolarmente elevato per le obbligazioni. La quota di questi strumenti sul totale è aumentata dal 25 al 31 per cento. Questo andamento è in gran parte attribuibile alle politiche di offerta delle banche, che hanno cercato di accrescere la raccolta dalla clientela residente al fine di compensare le difficoltà di finanziamento sui mercati internazionali; il differenziale tra i tassi di rendimento delle obbligazioni bancarie e quelli sui titoli pubblici è aumentato (cfr. il capitolo 16: *Le banche*). La concorrenza esercitata dagli strumenti di raccolta delle banche ha ridotto l'interesse verso altre attività con un profilo di rischio limitato. Gli investimenti netti in depositi e altra raccolta postale sono risultati pressoché invariati rispetto al 2007 (circa 10 miliardi), mentre vi sono state vendite nette di titoli di Stato (per 3 miliardi, rispetto ai 39 miliardi di acquisti netti del 2007).

Tavola 14.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2008	Composizione percentuale		2007	2008
		dic. 2007	dic. 2008		
ATTIVITÀ					
Biglietti e monete	103.324	2,4	3,0	5.012	14.298
Strumenti emessi dalle banche	1.044.820	25,4	30,5	44.881	92.508
di cui: <i>depositi a vista</i>	493.286	12,8	14,4	385	16.736
<i>altri depositi</i>	143.956	3,1	4,2	21.497	27.068
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	407.578	9,5	11,9	23.000	48.704
Depositi e altra raccolta postale (2)	295.936	7,7	8,6	9.888	9.584
Titoli di Stato	186.094	5,5	5,4	39.048	-3.222
di cui: <i>a breve termine</i>	20.390	0,7	0,6	12.578	-1.021
<i>a medio e a lungo termine</i>	165.704	4,8	4,8	26.470	-2.202
Altri titoli	48.622	1,3	1,4	10.439	8.388
di cui: <i>a breve termine</i>	295	0,0	0,0	118	55
<i>a medio e a lungo termine di impresa</i>	48.327	1,3	1,4	10.321	8.333
Quote di fondi comuni	165.303	7,2	4,8	-35.468	-66.024
di cui: <i>italiani</i>	128.899	5,0	3,8	-31.937	-43.350
<i>esteri</i>	36.404	2,2	1,1	-3.531	-22.674
Azioni e partecipazioni	721.355	27,2	21,0	22.579	10.231
di cui: <i>italiane</i>	652.316	24,6	19,0	26.109	12.208
<i>estere</i>	69.039	2,7	2,0	-3.530	-1.976
Altre attività sull'estero	154.226	3,9	4,5	7.298	4.529
di cui: <i>depositi</i>	20.595	0,5	0,6	3.121	3.023
<i>titoli a breve termine</i>	1.971	0,0	0,1	563	251
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	131.660	3,4	3,8	3.613	1.255
Riserve per premi di assicurazione (3)	586.818	16,3	17,1	-4.181	-5.134
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	342.262	9,8	10,0	-9.091	-10.548
Altre attività (4)	121.419	3,1	3,5	3.691	4.664
Totale attività	3.427.917	100,0	100,0	103.188	69.821
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (5)	55.640	6,9	6,7	2.302	-632
di cui: <i>bancari</i>	52.832	6,6	6,3	1.791	-769
Debiti a medio e a lungo termine (6)	562.956	67,3	67,3	50.822	17.991
di cui: <i>bancari</i>	415.944	50,6	49,7	34.286	8.884
Altre passività finanziarie (7)	217.620	25,7	26,0	7.438	8.721
Totale passività	836.216	100,0	100,0	60.562	26.080
SALDO	2.591.701			42.626	43.741

(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) Conti correnti, libretti e buoni postali. – (3) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (4) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (6) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (7) La voce è costituita da: debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Da un'analisi condotta su alcuni paesi europei per i quali si dispone di informazioni sufficientemente dettagliate emerge che, a fronte di una forte contrazione degli investimenti netti delle famiglie, non si è verificato un incremento degli acquisti di strumenti finanziari emessi dalle banche di entità comparabile a quella osservata in Italia: questi ultimi sono leggermente aumentati nel Regno Unito, sono rimasti sostanzialmente invariati in Spagna e si sono ridotti in Belgio.

Tavola 14.3

Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)										
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli di Stato e altre obbligazioni	Azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni		Altre attività (2)	Attività finanziarie	Passività finanziarie			Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari		di cui: mutui	
	Quote percentuali sul totale delle attività					In rapporto al reddito disponibile				
Italia										
2006	25,7	18,3	36,4	8,3	19,6	3,61	0,74	0,54	0,29	2,87
2007	26,5	19,7	34,4	7,2	19,4	3,54	0,77	0,57	0,31	2,77
set. 2008 (3)	29,5	22,2	27,7	5,5	20,5	3,23	0,77	0,57	0,32	2,46
Belgio										
2006	28,2	8,2	40,9	15,7	22,7	4,62	0,80	0,76	0,52	3,82
2007	28,3	7,9	40,1	14,3	23,7	4,53	0,83	0,78	0,52	3,70
set. 2008 (3)	31,2	9,0	33,6	11,5	26,2	4,04	0,84	0,80	0,47	3,20
Francia										
2006	29,4	1,5	27,9	9,6	41,2	2,85	0,91	0,70	0,47	1,94
2007	29,2	1,6	26,5	9,1	42,7	2,83	0,95	0,73	0,50	1,89
set. 2008	30,9	1,6	22,9	8,4	44,5	2,69	0,96	0,75	0,52	1,73
Germania										
2006	34,7	9,0	24,5	11,6	31,8	2,77	0,98	0,98	0,61	1,79
2007	35,3	8,6	24,4	11,9	31,8	2,83	0,95	0,95	0,59	1,88
set. 2008	36,6	8,2	21,9	11,6	33,3	2,72	0,93	0,92	0,58	1,80
Spagna										
2006	36,8	2,5	43,6	11,7	17,1	2,87	1,32	1,23	0,86	1,55
2007	38,1	2,7	42,3	10,7	16,9	2,86	1,39	1,31	0,92	1,46
set. 2008	45,0	2,3	34,3	9,4	18,3	2,44	1,36	1,28	0,91	1,08
Area dell'euro (4)										
2006	31,2	7,8	30,8	9,7	30,2	3,10	1,02	0,91	0,57	2,07
2007	32,0	7,9	29,3	9,2	30,8	3,08	1,05	0,93	0,59	2,03
set. 2008	35,2	8,3	24,1	8,3	32,5	2,81	1,05	0,93	0,59	1,77
Regno Unito										
2006	25,9	0,9	15,8	4,3	57,3	4,60	1,66	1,51	0,90	2,94
2007	27,2	0,9	14,7	4,1	57,3	4,65	1,74	1,60	0,91	2,90
set. 2008	31,1	0,7	13,0	3,9	55,2	4,14	1,74	1,61	0,89	2,39
Stati Uniti (5)										
2006	12,0	7,4	48,6	11,7	32,0	4,82	1,37	1,34	1,00	3,45
2007	12,0	7,7	47,9	12,5	32,4	4,81	1,38	1,36	1,01	3,42
set. 2008	13,3	8,5	45,8	12,3	32,5	4,24	1,36	1,34	0,98	2,88
Giappone										
2006	49,8	4,7	16,2	3,9	29,2	4,97	1,28	1,06	0,58	3,69
2007	51,3	5,0	13,9	4,6	29,9	4,84	1,22	1,04	0,58	3,62
set. 2008	53,3	5,2	11,1	3,9	30,5	....	....	....	....	....

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; National Bank of Belgium per il Belgio; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office - United Kingdom National Accounts, (The Blue Book) per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, Flow of Funds Accounts of the United States e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti; Bank of Japan e Cabinet Office per il Giappone.

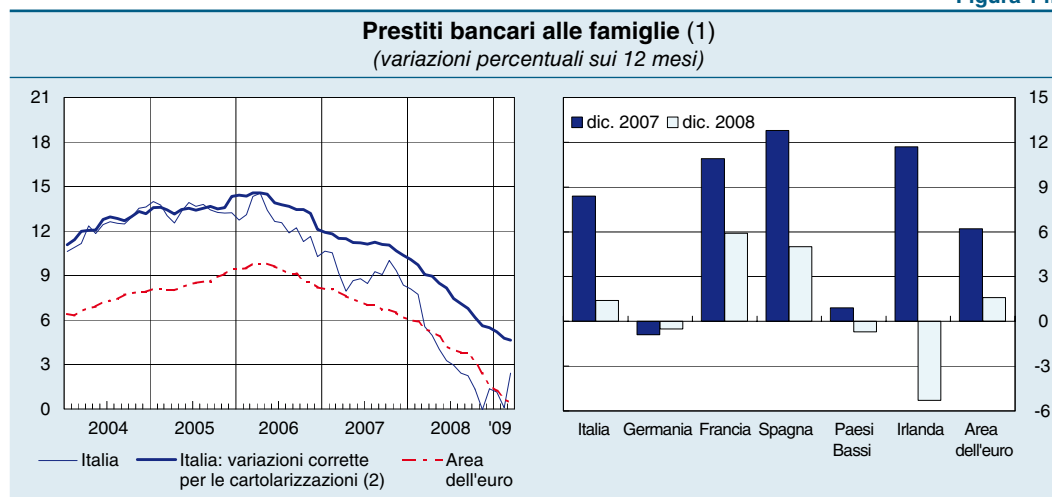
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. - (3) Il reddito disponibile del 2008 è stimato. - (4) I dati si riferiscono all'area composta da 15 paesi. - (5) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

In un contesto di forte contrazione dei valori azionari, gli acquisti netti di azioni e partecipazioni nel 2008 si sono più che dimezzati rispetto all'anno precedente (da 23 a 10 miliardi). Si è accentuato il disinvestimento dai fondi comuni italiani ed esteri (66 miliardi, rispetto ai 35 del 2007), estendendosi anche ai fondi monetari (cfr. il capitolo 17: *La gestione del risparmio e gli intermediari non bancari*). La quota di attività finanziarie investita in fondi comuni è diminuita di altri due punti percentuali, al 5 per cento, il valore più basso dalla metà degli anni novanta; la riduzione è stata più elevata rispetto a quella osservata nell'area dell'euro e nei paesi anglosassoni. Anche gli strumenti finanziari assicurativi, inclusi nelle riserve del ramo vita e assimilabili a forme di risparmio gestito, hanno registrato un deflusso netto per 11 miliardi, un importo simile a quello del 2007.

Un'analisi relativa alle scelte di portafoglio, basata sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, ha evidenziato come variazioni del valore della ricchezza finanziaria inducano a rivedere la propensione a investire in attività rischiose. Anche dopo l'esaurirsi degli effetti dell'attuale crisi finanziaria, il ritorno verso strumenti finanziari più rischiosi potrebbe essere ritardato dall'aumentata avversione al rischio.

I debiti finanziari delle famiglie. – Nel 2008 la crescita dei prestiti concessi dalle banche alle famiglie, consumatrici e produttrici, è notevolmente rallentata, accentuando una tendenza già emersa nel biennio precedente dopo la forte espansione della prima parte del decennio (fig. 14.1). Il rallentamento ha riflesso una minore domanda di prestiti conseguente all'attenuazione del ciclo del mercato immobiliare e alla forte contrazione della spesa per beni durevoli. Vi ha contribuito un contenuto inasprimento delle condizioni di offerta del credito, che sembra essersi attenuato nel primo trimestre del 2009. Nel 2008 l'espansione dei finanziamenti alle famiglie, includendo anche i prestiti cartolarizzati, è stata del 5,5 per cento (10,4 nel 2007). La decelerazione è stata in linea con la media dell'area dell'euro ed è proseguita nei primi tre mesi del 2009.

Figura 14.1



Fonte: elaborazione su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) La correzione è basata su stime dei rimborsi dei prestiti cartolarizzati.

Nei principali paesi dell'area la dinamica del credito alle famiglie è risultata piuttosto differenziata. In Francia e in Spagna è stata simile a quella italiana. In Irlanda, dove i prezzi delle abitazioni sono calati in misura significativa, i prestiti alle famiglie si sono ridotti. In Germania e nei Paesi Bassi la crescita nel 2008 è risultata pressoché nulla, analogamente all'anno precedente.

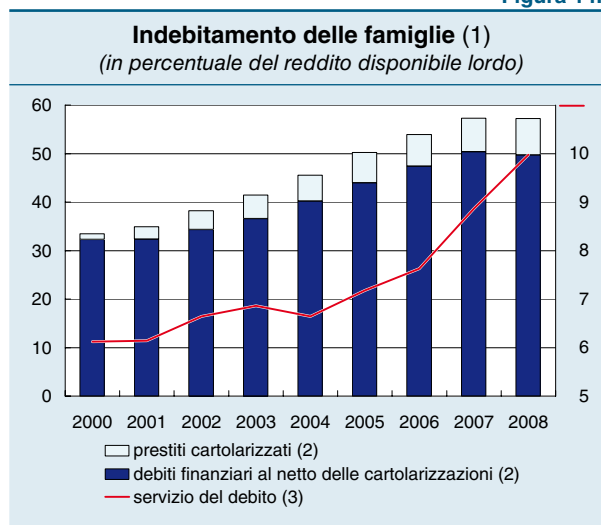
Alla fine del 2008 i debiti finanziari complessivi delle famiglie, che includono anche i crediti erogati dalle società finanziarie e i prestiti bancari cartolarizzati, erano di poco inferiori al 60 per cento del reddito disponibile (fig. 14.2). Il grado di indebitamento, sebbene cresciuto nel corso del passato decennio, è ancora inferiore alla media dell'area dell'euro (93 per cento); in particolare, il rapporto è risultato prossimo al 130 per cento in Spagna, superiore al 90 per cento in Germania e attorno all'80 per cento in Francia e in Belgio (tav. 14.3).

Nel 2008 anche i prestiti concessi da banche e società finanziarie alle sole famiglie consumatrici, che escludono quelli connessi con l'attività di produzione, hanno rallentato; la crescita a fine anno risultava intorno al 6 per cento (12,5 a dicembre 2007; tav. 14.4). La decelerazione dei prestiti bancari è stata più accentuata nelle regioni del Nord, in particolare del Nord Est. Il rallentamento è risultato più deciso per i prestiti erogati dalle banche appartenenti ai primi cinque gruppi bancari (il tasso di crescita è diminuito dal 10 all'1,3 per cento) e dalle altre grandi banche (dall'11,8 al 6,4 per cento). I prestiti concessi da altre tipologie di banche alla fine del 2008 crescevano a tassi molto simili rispetto a quelli dell'anno precedente, superiori al 15 per cento per le banche di piccole dimensioni e per le filiali di banche estere. Le politiche di offerta sono state caratterizzate da un grado di restrizione più accentuato per le banche di grandi dimensioni, che hanno incontrato maggiori problemi dal lato della raccolta (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

I prestiti per l'acquisto di abitazioni. – In conseguenza del minor volume di compravendite nel mercato immobiliare residenziale (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), dell'incremento dei tassi di interesse per gran parte dell'anno e dei criteri più selettivi adottati dalle banche, le erogazioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono calate a 56 miliardi di euro (63 nel 2007); la riduzione è stata più forte nel secondo semestre dell'anno. Si tratta di un ammontare ancora elevato rispetto a quanto osservato negli ultimi anni; il 13 per cento delle erogazioni ha tuttavia riguardato operazioni di surroga e di sostituzione di contratti di mutuo già esistenti (il 4 per cento nel 2007).

Le famiglie hanno attivamente cercato di modificare le condizioni contrattuali dei mutui, rivolgendosi alla propria banca o cambiando intermediario. Secondo un'indagine condotta dalle strutture regionali per la ricerca economica della Banca d'Italia, nel 2008 le operazioni di surroga, che consentono di trasferire il mutuo a un'altra banca mediante portabilità dell'ipoteca, a parità di importo e senza costi per il cliente, sono state pari all'8 per cento delle erogazioni. Le operazioni di sostituzione del mutuo, che permettono un aumento del finanziamento, con iscrizione di una nuova ipoteca e quindi con un costo per il cliente, hanno rappresentato il 5 per cento delle erogazioni. Le rinegoziazioni delle

Figura 14.2



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 2008 è una stima della Banca d'Italia. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (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 stimato.

condizioni del contratto di mutuo effettuate con la propria banca, che non comportano nuove erogazioni, sono risultate particolarmente numerose e hanno riguardato il 7,5 per cento delle consistenze dei mutui in essere (3 per cento nel 2007).

Tavola 14.4

Credito alle famiglie consumatrici (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)				
VOCI	dicembre 2006	dicembre 2007	dicembre 2008	marzo 2009
Prestiti per l'acquisto di abitazioni				
Banche	15,4	12,0	5,3	4,6
Credito al consumo				
Banche	13,9	7,9	9,1	6,4
Società finanziarie	27,6	25,9	10,7	15,7
Totale banche e società finanziarie	18,8	14,8	9,8	10,2
Altri prestiti				
Banche	3,6	10,9	5,9	5,1
Prestiti totali				
Totale banche e società finanziarie	14,3	12,5	6,3	6,0

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze; le famiglie non comprendono le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto delle cartolarizzazioni e riclassificazioni; per le società finanziarie si tiene conto solo dei prestiti cartolarizzati e non cancellati dal bilancio. I dati di marzo 2009 sono provvisori. Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il Governo ha disposto alcuni interventi in favore delle famiglie che hanno contratto un mutuo e che si trovano in condizioni di difficoltà finanziaria (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza). Le operazioni di rinegoziazione dei mutui a tasso variabile, disciplinate dalla Convenzione stipulata tra il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e l'ABI, sono risultate pari a oltre 5 miliardi, un terzo delle rinegoziazioni totali. È stato inoltre fissato per l'intero 2009 un tetto per i tassi di interesse da applicare ai mutui a tasso non fisso, ponendo l'eventuale eccedenza a carico dello Stato (decreto legge 29 novembre 2008, n. 185); la recente flessione dei tassi di interesse ha ridotto l'applicabilità di questo meccanismo di protezione. Infine, le banche che emettono strumenti finanziari computabili nel patrimonio di vigilanza e che possono essere sottoscritti dal MEF fino al 31 dicembre 2009, ai sensi del decreto legge n. 185/2008, si impegnano a sottoscrivere un protocollo di intenti con il MEF; in base a questo protocollo le banche dovranno consentire, per almeno dodici mesi e senza oneri finanziari per il cliente, la sospensione del pagamento delle rate di mutuo per coloro che hanno perso la propria occupazione e sono stati destinatari di interventi pubblici di sostegno del reddito.

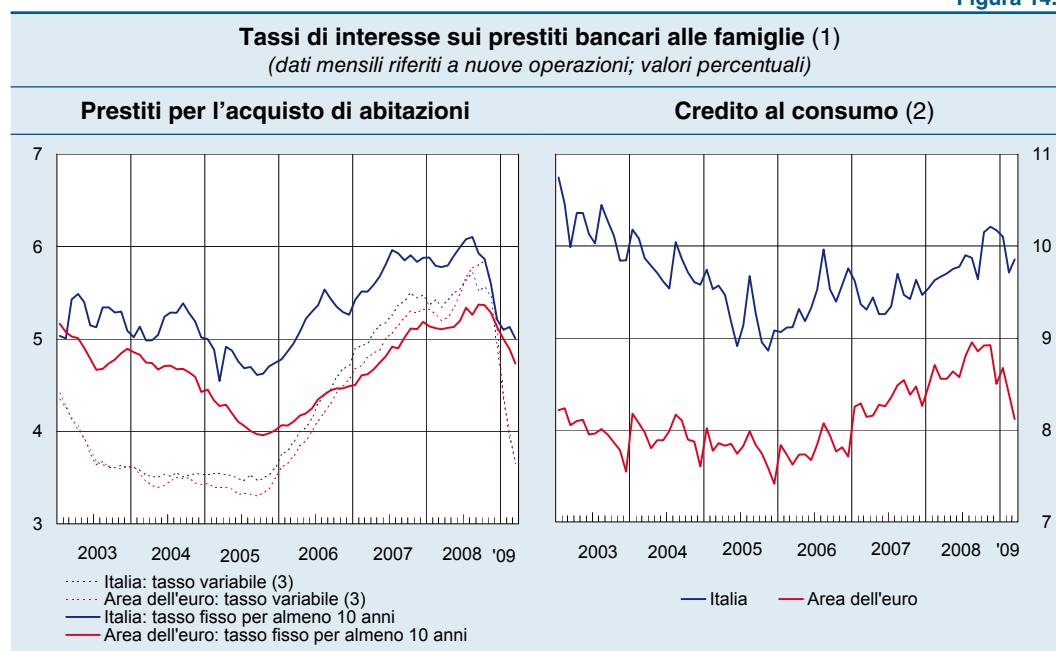
Tra il 2006 e il 2008, a causa del consistente incremento dei tassi di interesse applicati sui mutui a tasso variabile, le preferenze delle famiglie si sono orientate verso contratti a tasso fisso. Nel 2008 la quota di erogazioni di mutui a tasso determinato per oltre un anno (prevalentemente per oltre dieci anni) è stata pari al 67 per cento, rispetto al 15 per cento nel 2005, prima dell'inizio della fase di restrizione monetaria. Per la prima volta da quando la rilevazione è armonizzata (2003), tale quota è risultata superiore a quella relativa all'area dell'euro (62 per cento). Nel corso dei mesi più recenti, in una fase di riduzione dei tassi di interesse, la domanda dei mutui a tasso variabile ha ripreso gradualmente a crescere. In rapporto alle consistenze, la percentuale di mutui a tasso fisso ha raggiunto il 36 per cento alla fine del 2008, oltre il doppio rispetto al minimo del 2005. Gran parte del rischio di tasso di interesse permane ancora in capo alle famiglie.

Per consentire di fronteggiare eventuali shock in termini di aumento dei tassi di interesse o di variazioni inattese del reddito familiare, le banche hanno accresciuto l'offerta di mutui che prevedono la possibilità di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti: nel 2008 questi finanziamenti hanno rappresentato oltre il 20 per cento delle erogazioni; i contratti con queste caratteristiche erano pari a circa il 12 per cento dei mutui in essere. Il decreto legge n. 185 del 2008 ha inoltre previsto che le banche che erogano mutui per l'acquisto dell'abitazione principale debbano assicurare ai clienti la possibilità di stipulare contratti indicizzati al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale della Banca centrale europea (BCE), che ha oscillazioni meno ampie rispetto ai tassi di riferimento di mercato.

Il rapporto strutturale della BCE Housing finance in the euro area evidenzia che i contratti di mutuo a tasso fisso prevalgono in un gruppo ristretto di paesi (Belgio, Francia, Germania e Paesi Bassi), che rappresentano il 65 per cento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro. Negli altri paesi i mutui sono generalmente stipulati a tasso variabile: nel 2007 percentuali elevate di questi prestiti caratterizzavano Irlanda e Spagna; diversamente dall'Italia, nel 2008 la quota di contratti stipulati a tasso variabile in questi due paesi è rimasta elevata. Per quanto riguarda le altre caratteristiche del contratto, il rapporto indica che nel 2007 la durata media dei mutui in Italia (22 anni) era in linea con quanto osservato per alcuni paesi (Belgio, Francia, Germania e Grecia) e più breve che in Irlanda, nei Paesi Bassi e in Spagna (30 anni). Il rapporto tra il prestito e il valore dell'abitazione in Italia era pari al 65 per cento nel 2007, inferiore al valore medio dell'area dell'euro (79 per cento). Secondo un'indagine condotta dalla Banca d'Italia nel 2008, sia il rapporto loan-to-value (LTV) sia la durata dei contratti di mutuo sono risultati in media invariati rispetto all'anno precedente; è tuttavia diminuita la quota dei mutui caratterizzati da un LTV superiore all'80 per cento (dal 9 al 7 per cento delle erogazioni).

I tassi di interesse sui mutui. – Dopo aver raggiunto livelli elevati nel corso dell'estate, a partire dall'autunno il costo dei nuovi contratti di mutuo è notevolmente diminuito. Il tasso d'interesse sulle nuove erogazioni di mutui a tasso variabile si è ridotto dal 5,7 per cento in agosto al 3,7 nel mese di marzo del 2009 (fig. 14.3). Le aspettative di riduzione dei tassi ufficiali si sono riflesse nella struttura dei tassi a termine per scadenza e hanno contribuito ad attenuare anche il costo dei finanziamenti a tasso fisso per almeno 10 anni, che è sceso di circa un punto fino a raggiungere il 5 per cento nel marzo del 2009.

Figura 14.3



Fonte: elaborazione su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) TAEG sulle nuove operazioni. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

La riduzione del costo dei mutui a tasso fisso è stata più pronunciata rispetto a quanto accaduto in altri paesi dell'area dell'euro: il differenziale con il tasso medio dell'area, ancora elevato all'inizio del 2008, si è quasi annullato (fig. 14.3). Ciò è dovuto a un aumento dei margini applicati dalle banche in alcuni paesi dell'area. In Italia lo spread tra il tasso fisso a 10 anni e il tasso di riferimento per questi contratti (IRS a 10 anni) è rimasto pressoché invariato in media d'anno (1,3 per cento); l'andamento è stato simile per le banche grandi e piccole, appartenenti o meno a gruppi bancari. Nell'area dell'euro lo spread è aumentato in media d'anno di 0,4 punti (allo 0,7 per cento), raggiungendo a dicembre il livello praticato dalle banche italiane. Tra i maggiori paesi dell'area si è registrato un deciso incremento dei margini in Francia, nei Paesi Bassi e in Spagna.

Per i mutui a tasso variabile il margine rispetto al tasso di riferimento (Euribor a tre mesi) si è ridotto in Italia per gran parte del 2008, fino a un punto di minimo nel mese di ottobre (0,4 per cento), quando le banche hanno cercato di contenere l'aumento dei tassi di interesse di mercato; in media d'anno lo spread è risultato simile a quello dell'area dell'euro (0,8 per cento). Il differenziale rispetto al tasso Euribor è tuttavia fortemente risalito nei primi mesi del 2009, analogamente a quanto è accaduto nell'area. In Italia questo incremento è in gran parte imputabile a uno spread più ampio tra il costo delle obbligazioni a tasso variabile e il tasso Euribor, che le banche hanno dovuto applicare al fine di sostenere la raccolta presso la clientela; vi ha contribuito un più generale aumento del premio al rischio.

Un'analisi basata sui dati dell'Indagine EU-SILC dell'Eurostat ha evidenziato un legame tra il tasso di interesse applicato al contratto di mutuo e lo specifico rischio del cliente, misurato dalla probabilità di ritardo nel pagamento della rata. Con riferimento ai mutui le banche, disponendo di maggiori informazioni sul debitore rispetto ad altre forme di finanziamento, fanno quindi ricorso al credit scoring non solo nel valutare la concessione del prestito, ma anche nella determinazione del prezzo. Il ricorso a tali strategie di prezzo sembra essere cresciuto nel tempo, coerentemente con la maggiore diffusione e precisione delle metodologie di credit scoring e in analogia a quanto è accaduto negli Stati Uniti.

Il credito al consumo. – Nell'anno anche il tasso di crescita del credito al consumo alle famiglie si è ridotto: nel dicembre 2008 era poco inferiore al 10 per cento rispetto a un'espansione prossima al 15 per cento alla fine del 2007 (tav. 14.4). La decelerazione è attribuibile ai finanziamenti erogati dalle società finanziarie, che rappresentano una quota leggermente inferiore alla metà del credito al consumo totale. Il marcato rallentamento è per gran parte dovuto ai crediti finalizzati all'acquisto di beni durevoli, in conseguenza di una riduzione consistente della spesa in questi prodotti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il credito al consumo concesso dalle banche ha continuato a crescere a tassi simili a quelli della fine del 2007: i prestiti non finalizzati, che ne rappresentano la quota prevalente, hanno infatti mantenuto una dinamica vivace nel corso dell'anno.

Il tasso di interesse sulle nuove erogazioni del credito al consumo bancario è aumentato durante tutto il 2008, per poi stabilizzarsi attorno al 10 per cento nei primi mesi del 2009 (9,5 a fine 2007). Il costo di queste operazioni è cresciuto in misura inferiore nell'area dell'euro, dove ha recentemente registrato un calo, fino a raggiungere l'8,1 per cento in marzo, un livello decisamente più basso rispetto a quello italiano (fig. 14.3).

Vulnerabilità delle famiglie indebitate. – Riflettendo sia la crescita dell'indebitamento avvenuta negli anni scorsi, sia un incremento dei tassi di interesse in media d'anno, nel 2008 gli oneri sostenuti dalle famiglie per il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale sono aumentati. Il servizio del debito ha raggiunto il 10 per cento del reddito disponibile, oltre un punto in più rispetto alla fine del 2007 (fig. 14.2). I dati aggregati si riferiscono al complesso delle famiglie, anche a quelle non indebitate.

L'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF), la cui ultima rilevazione risale al 2006, indica che in quell'anno, per le famiglie con mutui per la casa di residenza, il valore mediano del servizio del debito era pari al 17 per cento del reddito disponibile. Tale incidenza risulta in linea con quella relativa ai paesi dell'area dell'euro per cui sono disponibili indagini campionarie; per le famiglie a reddito più basso questo valore tende a essere più elevato (superiore al 30 per cento). Considerando tutti i tipi di prestiti, nel 2006 la percentuale di famiglie con un'incidenza della rata complessiva sul reddito superiore al 30 per cento risultava pari al 2,1 per cento del totale (una famiglia indebitata su dieci; tav. 14.5).

Tavola 14.5

Famiglie indebitate per incidenza della rata sul reddito disponibile (1) (valori percentuali)									
QUARTILI DI REDDITO DISPONIBILE EQUIVALENTE (2)	2006					Stima per il 2008 (3)			
	Fino al 10%	Tra il 10 e il 20%	Tra il 20 e il 30%	Oltre il 30%	Famiglie con prestiti	Fino al 10%	Tra il 10 e il 20%	Tra il 20 e il 30%	Oltre il 30%
1° quartile	6,1	4,7	2,8	2,4	16,0	5,1	3,8	2,9	4,2
2° quartile	7,7	6,0	2,8	2,3	18,8	6,3	5,8	3,4	3,2
3° quartile	13,6	6,6	3,5	1,6	25,3	10,9	6,9	4,3	3,2
4° quartile	15,8	8,2	2,8	2,2	29,0	13,3	8,1	4,3	3,4
Totale	10,8	6,4	3,0	2,1	22,3	8,9	6,2	3,7	3,5

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Percentuali di famiglie per quartile di reddito e sulle famiglie totali presenti nell'indagine. Si considerano le famiglie con qualsiasi tipo di prestito, mutuo o credito al consumo. Valori riportati all'universo. Il reddito include gli oneri finanziari. – (2) Calcolato in base alla scala di equivalenza dell'Ocse. – (3) La stima per il 2008 è ottenuta attribuendo a ogni famiglia con debito presente nell'indagine del 2006 una dinamica della rata e del reddito desunta dai dati aggregati. Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti.

Nel 2008, in base a una stima riferita alle famiglie che avevano un prestito nella IBF del 2006, l'incidenza sul reddito disponibile del servizio del debito per i mutui relativi alla casa di residenza sarebbe aumentata, per la famiglia mediana, di oltre tre punti percentuali (al 20,5 per cento). La quota di famiglie con elevato servizio del debito sarebbe cresciuta al 3,5 per cento (tav. 14.5); l'incremento risulterebbe più forte per le famiglie a basso reddito, che detengono tuttavia una percentuale contenuta del debito complessivo, pari a circa il 7 per cento.

L'aumento del servizio del debito ha reso più tese le condizioni finanziarie delle famiglie, che nel 2008 hanno incontrato maggiori difficoltà nel rimborso dei debiti. Nell'anno la quota dei prestiti incagliati, su cui si riscontrano temporanei problemi di rimborso, è cresciuta dall'1,5 al 2,2 per cento; la percentuale di crediti scaduti da almeno 90 giorni ha registrato un incremento di oltre un punto, raggiungendo il 4,3 per cento. Tuttavia,

il rapporto fra nuove sofferenze e prestiti è aumentato in misura limitata e nel primo trimestre del 2009 risultava pari all'1,2 per cento (0,9 alla fine del 2007; cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

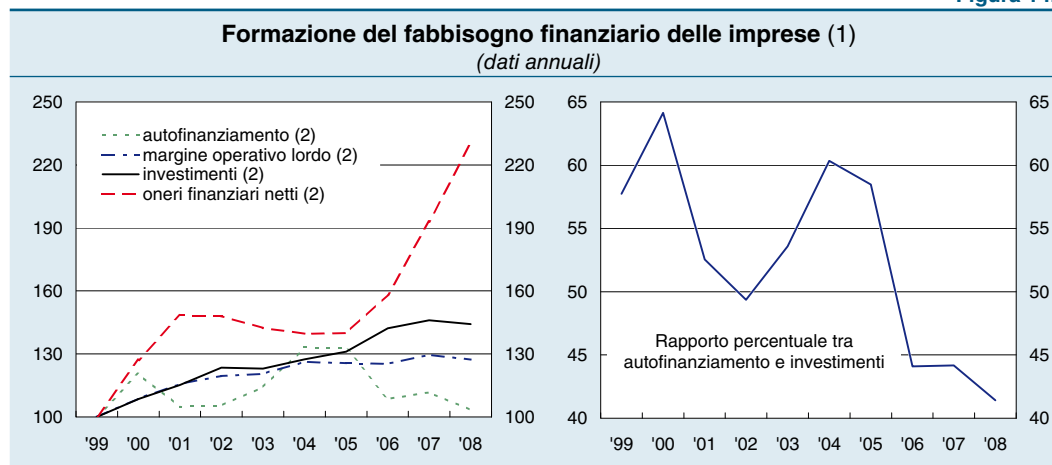
In prospettiva la vulnerabilità delle famiglie italiane indebitate potrebbe risentire del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, che inciderà negativamente sull'andamento del reddito; un sostegno verrà dalla recente flessione dei tassi d'interesse.

Simulazioni basate sulla IBF volte a verificare quanto la vulnerabilità delle famiglie indebitate sia influenzata da un aumento del tasso di disoccupazione, da un maggiore uso della cassa integrazione e da una riduzione del reddito dei lavoratori autonomi, mostrano che l'impatto sarebbe nel complesso abbastanza contenuto. La modesta reattività può essere spiegata, oltre che dal ruolo degli ammortizzatori sociali, dal fatto che gli eventi sfavorevoli che colpiscono alcuni individui sarebbero spesso assorbiti all'interno del nucleo familiare; le famiglie a basso reddito, che risultano più a rischio, sono inoltre meno indebitate.

Le condizioni e le scelte finanziarie delle imprese

Redditività, autofinanziamento e fabbisogno finanziario. – Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2008 il rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto delle società non finanziarie italiane è sceso al 34,8 per cento, il livello più basso dal 1992. La redditività è calata anche per effetto della forte crescita degli oneri finanziari netti (fig. 14.4) che hanno eroso oltre un quinto del margine operativo lordo (17,9 per cento nel 2007); si tratta dell'incidenza più alta registrata dalla prima metà degli anni novanta quando, in virtù di tassi di interesse molto più elevati di quelli attuali, giunse a superare il 30 per cento.

Figura 14.4



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Stime basate sui conti finanziari e sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1990-2007. I dati del 2008 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.

I risultati dell'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia nei primi mesi di quest'anno indicano che la quota di imprese che anticipavano di chiudere l'esercizio 2008 con un risultato positivo è calata di circa 8 punti percentuali rispetto all'anno precedente, al 59 per cento; l'incidenza delle società con attese di perdita è cresciuta in misura speculare, al 23 per cento. Il peggioramento

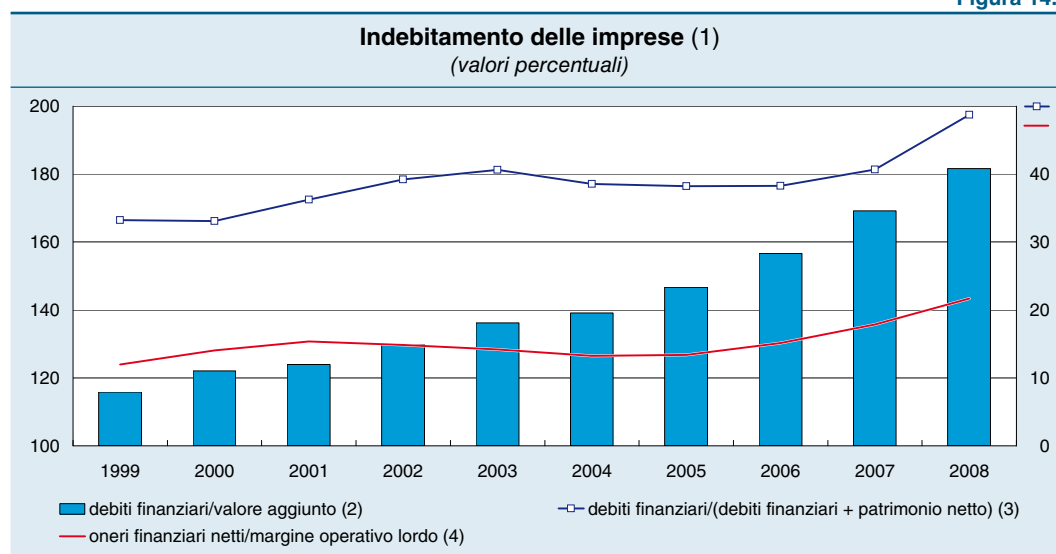
è stato marcato nel Mezzogiorno, tra le imprese con meno di 50 addetti e nei comparti del “made in Italy”.

Nonostante il calo degli investimenti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l’offerta e i prezzi*), la capacità delle imprese di sostenerne la spesa utilizzando risorse interne ha toccato livelli storicamente bassi. Il fabbisogno finanziario è rimasto molto elevato, pari a 57 miliardi e al 3,6 per cento del PIL (tav. 14.1).

L’indebitamento e la struttura finanziaria. – Nel 2008 i debiti finanziari delle imprese sono aumentati di 103 miliardi, portandosi al 182 per cento del valore aggiunto (tav. 14.6 e fig. 14.5). Il leverage, dato dall’incidenza dei debiti finanziari sulla loro somma con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, è salito di circa 8 punti percentuali rispetto al 2007, al 48,7 per cento; l’incremento è ascrivibile principalmente al calo del valore del capitale connesso con l’andamento dei corsi azionari.

Il grado di indebitamento delle imprese risulta elevato rispetto alla media del decennio. La sua crescita in questo arco di tempo è concentrata tra le società di maggiore dimensione. I dati della Centrale dei bilanci relativi a circa 50.000 imprese mostrano che per quelle con almeno 250 addetti il leverage, calcolato con il patrimonio netto ai valori di bilancio, è salito dal 41,4 per cento nel 2000 al 47,8 nel 2007; per le altre è sceso dal 58,6 al 54,7 per cento.

Figura 14.5



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. – (2) Scala di sinistra. Il valore aggiunto per il 2008 è stimato sulla base della contabilità annuale. – (3) Scala di destra. – (4) Scala di destra. Il margine operativo lordo per il 2008 è stimato sulla base della contabilità annuale.

Nel 2008 il rapporto tra i debiti finanziari e il PIL è aumentato in tutte le principali economie occidentali (tav. 14.7). In Italia il leverage è su livelli prossimi a quelli della Germania, del Regno Unito e della Spagna; l’indicatore è invece superiore di circa dieci punti percentuali rispetto alla Francia e agli Stati Uniti. Nell’attuale fase ciclica un elemento di debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, connesso con le maggiori difficoltà di rifinanziamento, è rappresentato dal peso del debito a breve termine: nel terzo trimestre 2008, ultima data disponibile per il confronto internazionale, l’incidenza sui debiti finanziari era pari al 42,6 per cento, la più elevata tra i paesi considerati a eccezione del Regno Unito.

Tavola 14.6

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2008	Composizione percentuale		2007	2008
		dic. 2007	dic. 2008		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	1.246.257	73,6	70,7	25.511	2.500
Biglietti e depositi a vista	175.734	9,0	10,0	-14.061	2.148
Altri depositi	16.975	0,6	1,0	1.533	337
Titoli a breve termine	527	0,0	0,0	3	98
Titoli a medio e a lungo termine	52.648	2,9	3,0	14.664	6.175
di cui: <i>pubblici</i>	31.994	1,7	1,8	21.916	899
<i>di imprese</i>	8.295	0,6	0,5	-6.880	5.153
Azioni e partecipazioni	396.026	30,6	22,5	-6.420	-4.809
Quote di fondi comuni	1.804	0,1	0,1	-443	-601
Crediti commerciali	542.379	27,2	30,8	28.924	1.529
Altre attività finanziarie (2)	60.164	3,1	3,4	1.311	-2.377
Attività sull'estero	517.048	26,4	29,3	94.354	46.775
di cui: <i>depositi</i>	46.037	2,6	2,6	9.361	-5.420
<i>crediti commerciali</i>	57.959	2,9	3,3	-296	-385
<i>crediti finanziari a breve termine</i>	198.129	7,5	11,2	40.727	47.221
<i>titoli</i>	25.366	1,4	1,4	6.217	-2.951
<i>azioni e partecipazioni</i>	177.599	11,4	10,1	38.759	9.822
Totale attività	1.763.305	100,0	100,0	119.864	49.275
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	3.036.288	90,8	91,1	158.767	91.167
Debiti a breve termine (3)	420.906	11,1	12,6	39.811	21.607
di cui: <i>bancari</i>	365.983	9,7	11,0	34.004	17.513
Debiti a medio e a lungo termine (4)	650.193	16,4	19,5	71.802	61.017
di cui: <i>bancari</i>	503.725	12,9	15,1	60.918	43.955
Titoli	48.517	1,5	1,5	5.450	-1.804
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	43.308	1,3	1,3	10.546	1.193
Azioni e partecipazioni	1.197.059	41,8	35,9	13.242	12.971
Debiti commerciali	550.387	15,3	16,5	29.515	-1.488
Altre passività finanziarie (5)	169.226	4,7	5,1	-1.053	-1.135
Passività sull'estero	298.433	9,2	8,9	18.919	15.040
di cui: <i>debiti commerciali</i>	29.079	0,8	0,9	-718	-115
<i>debiti finanziari</i>	137.299	3,2	4,1	13.669	22.090
<i>azioni e partecipazioni</i>	125.679	5,1	3,8	6.287	-6.043
Totale passività	3.334.721	100,0	100,0	177.686	106.207
SALDO	-1.571.416			-57.822	-56.932

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i prestiti cartolarizzati e i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)							
PAESI E ANNI	Titoli (2)	Prestiti	Azioni e partecipa- zioni	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	Attività finanziarie	
					di cui: debiti finanziari		
Quote percentuali sul totale				In rapporto al PIL			
Italia							
2006	2,2	28,8	49,9	19,1	2,25	0,70	1,21
2007	2,1	30,2	46,9	20,8	2,34	0,75	1,29
set. 2008	2,1	34,3	42,1	21,5	2,13	0,78	1,15
Francia							
2006	5,6	20,3	63,3	10,8	3,64	0,94	2,57
2007	5,2	21,5	62,6	10,6	3,75	1,00	2,59
set. 2008	6,0	26,7	55,2	12,1	3,20	1,05	2,30
Germania							
2006	2,8	33,2	49,1	14,9	1,74	0,63	1,10
2007	2,9	31,5	50,8	14,7	1,84	0,63	1,14
set. 2008	4,1	35,0	44,4	16,5	1,67	0,65	1,10
Spagna							
2006	0,4	32,4	50,8	16,4	3,67	1,20	2,21
2007	0,4	33,9	50,1	15,6	3,80	1,31	2,22
set. 2008	0,5	38,2	44,4	16,9	3,41	1,32	1,97
Area dell'euro (4)							
2006	3,1	29,4	55,8	11,8	2,68	0,87	1,68
2007	3,0	30,2	55,3	11,5	2,76	0,91	1,73
set. 2008	3,2	34,9	48,8	13,0	2,46	0,94	1,57
Regno Unito							
2006	9,9	29,8	56,1	4,2	2,79	1,11	1,28
2007	9,4	30,0	56,5	4,1	2,77	1,09	1,37
set. 2008	10,3	35,1	50,1	4,4	2,48	1,13	1,44
Stati Uniti (5)							
2006	9,0	14,8	57,7	18,5	2,93	0,70	1,18
2007	9,3	16,1	56,9	17,7	2,97	0,76	1,24
set. 2008	10,4	18,0	52,7	18,9	2,70	0,77	1,24
Giappone							
2006	5,4	24,1	51,7	18,8	3,12	0,92	2,02
2007	6,3	26,4	45,9	21,4	2,79	0,91	1,83
set. 2008	7,2	31,0	40,3	21,5	2,38	0,91	1,69

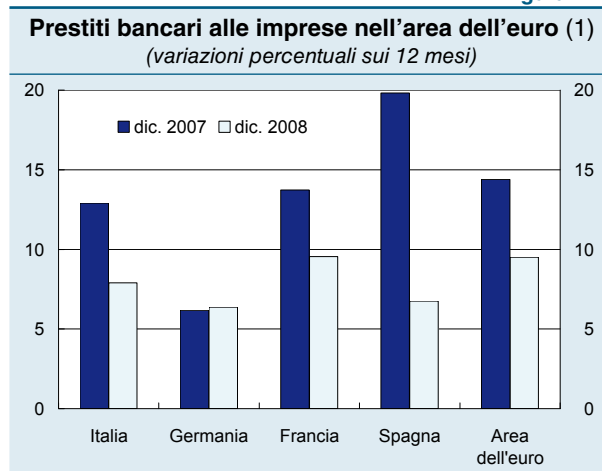
Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office - United Kingdom National Accounts, (The Blue Book) per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, Flow of Funds Accounts of the United States e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti; Bank of Japan e Cabinet Office per il Giappone.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. – (2) Comprendono anche gli strumenti derivati. – (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. – (4) I dati si riferiscono all'area composta da 15 paesi. – (5) Dati riferiti al settore nonfinancial business.

Il credito alle imprese. – La contrazione dell'attività produttiva è stata accompagnata da una forte decelerazione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese, calcolato tenendo conto delle cartolarizzazioni, si è portato in dicembre al 7,0 per cento, circa 5 punti in meno rispetto allo stesso mese del 2007; è sceso al 4,2 per cento nello scorso mese di marzo (tav. 14.8). La decelerazione è stata in linea con quella dell'area dell'euro (fig. 14.6). Rispetto al 2007, tra le maggiori economie dell'area il tasso di crescita dei prestiti è rimasto stabile solo in Germania, dove negli anni precedenti il credito era aumentato a ritmi molto più contenuti nel confronto con gli altri paesi.

Il rallentamento del credito ha in parte riflesso il calo della domanda di finanziamenti per gli investimenti. Nel corso dell'anno i fattori di offerta hanno assunto un peso crescente (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Tavola 14.8

Credito alle imprese (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

VOCI	Totale			Centro Nord			Mezzogiorno		
	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09
Banche									
Branche di attività economica									
Industria manifatturiera (2)	6,6	3,9	0,3	6,5	4,4	1,0	7,3	0,2	-4,3
Costruzioni (2)	14,4	8,6	5,7	13,5	8,3	5,3	18,5	9,9	7,3
Servizi (2)	10,9	7,0	5,4	11,1	7,3	5,4	9,7	5,1	4,9
Altro (2)	32,1	11,9	5,3	37,4	12,5	4,9	5,0	8,7	8,1
Forme tecniche									
Conti Correnti	9,1	8,7	6,0	10,3	8,5	5,7	1,0	10,2	7,8
Mutui	11,5	7,4	5,6	11,2	7,9	6,0	13,2	5,1	3,7
Altro	14,4	4,7	0,9	14,8	5,2	1,0	11,2	1,0	-0,4
Totale (2) (3)	12,1	7,0	4,2	12,4	7,3	4,3	10,6	5,3	3,6
Società finanziarie									
Leasing (3)	13,0	9,5	10,3	12,3	8,4	8,9	18,8	17,9	21,9
Factoring e altro (3)	12,3	13,3	11,0	10,5	14,0	11,4	21,2	9,9	9,2
Totale (3)	12,8	10,5	10,5	11,8	9,8	9,5	19,7	15,0	17,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza per le banche, Centrale dei rischi per le società finanziarie.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2009 sono provvisori. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*.

(2) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle riclassificazioni. – (3) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

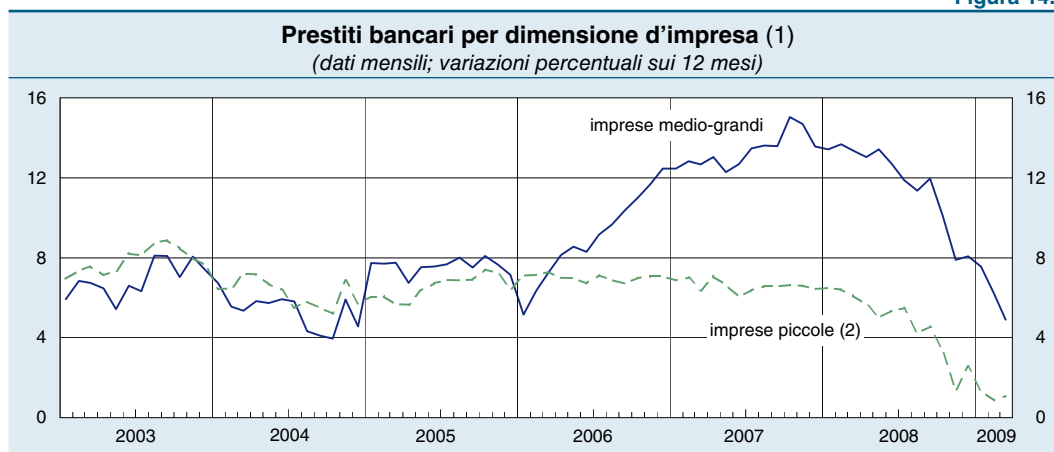
Indicazioni in tal senso provengono dalle risposte delle banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey), che dall'inizio della crisi finanziaria segnalano un progressivo irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese. L'inasprimento delle condizioni di offerta, che in una prima fase aveva riguardato soprattutto i margini, nei trimestri più recenti ha interessato anche le quantità di credito erogate, le scadenze e l'utilizzo di specifiche clausole contrattuali volte al contenimento del rischio.

Le politiche di erogazione dei prestiti sono divenute più selettive soprattutto nei principali gruppi bancari per i quali la decelerazione del credito è cominciata già nel 2007 ed è stata più intensa rispetto alle altre categorie di intermediari: nello scorso marzo i prestiti concessi dai cinque maggiori gruppi erano inferiori dello 0,7 per cento rispetto a un anno prima. Il credito erogato dalle altre banche, invece, ha iniziato a rallentare solo negli ultimi mesi del 2008 e nel marzo del 2009 superava del 10,0 per cento il livello dell'anno precedente.

I dati sulle imprese presenti negli archivi della Centrale dei bilanci indicano che nel 2008 i gruppi bancari maggiori hanno concentrato l'espansione del credito verso le imprese meno rischiose, in particolare quelle che al termine dell'anno precedente presentavano condizioni finanziarie più equilibrate. Le altre banche hanno in parte compensato tali andamenti, intensificando le erogazioni nei confronti di imprese finanziariamente più vulnerabili. Ne è derivato un significativo spostamento di quote di mercato tra le diverse categorie di intermediari, pari a circa 3 punti percentuali.

Nello scorso marzo la crescita dei prestiti bancari ha raggiunto valori particolarmente bassi nell'industria manifatturiera, soprattutto nel Mezzogiorno dove il tasso di variazione è divenuto negativo (tav. 14.8). Il credito al settore delle costruzioni, nonostante una forte decelerazione, aumenta ancora con ritmi superiori alla media. In tutti i comparti di attività economica i prestiti crescono meno per le aziende piccole rispetto a quelle di media e grande dimensione (a marzo 1,1 e 4,9 per cento, rispettivamente; fig. 14.7).

Figura 14.7



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 cartolarizzazioni, riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

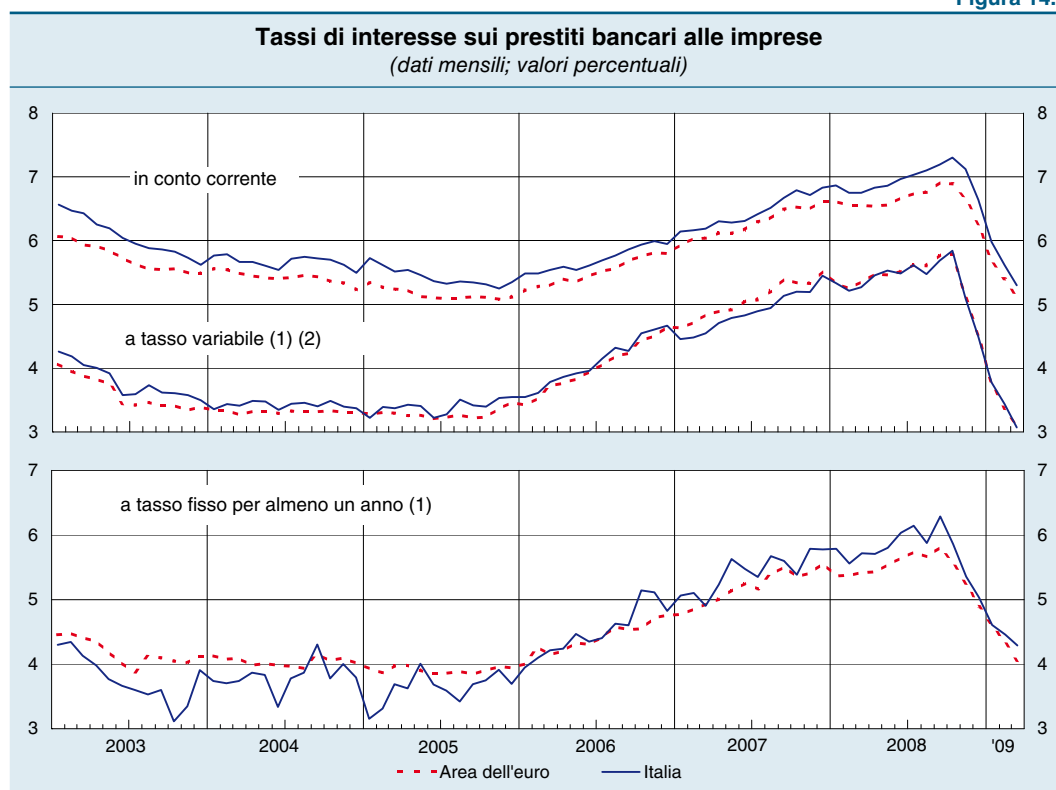
L'indagine Invind della Banca d'Italia fornisce evidenza delle accresciute difficoltà di accesso al credito. Circa un terzo delle società intervistate ha dichiarato di aver rilevato un inasprimento delle condizioni di indebitamento a partire dallo scorso ottobre: l'11 per cento delle imprese avrebbe ricevuto dai propri finanziatori una richiesta di rimborso anticipato del debito, mentre la quota di imprese che

sostiene di aver chiesto nuovi finanziamenti senza riuscire a ottenerli è salita all'8 per cento (3 per cento l'anno scorso), il valore più elevato dal biennio 1994-95. L'accesso al credito si è ristretto soprattutto nelle regioni meridionali e, a differenza che nella prima metà degli anni novanta, ha riguardato anche aziende di grande dimensione. I risultati di alcune stime mostrano inoltre che, a parità di altri fattori, la probabilità di avere restrizioni quantitative sul finanziamento bancario sarebbe maggiore per le imprese che già alla fine del 2007 presentavano condizioni finanziarie fragili.

I prestiti erogati dalle società finanziarie, che equivalgono a circa un decimo rispetto all'ammontare dei prestiti bancari, hanno mostrato solo una lieve decelerazione: la loro crescita è passata dal 12,8 per cento di dicembre 2007 al 10,5 dello scorso marzo (tav. 14.8). Risulta sostenuto, in particolare nel Centro Nord, l'aumento dei prestiti ottenuti a fronte della cessione di crediti commerciali alle società di factoring; è un canale di finanziamento che ha consentito alle imprese di allentare le tensioni di liquidità derivanti dall'allungamento dei tempi di incasso dei pagamenti.

Il costo del credito ha riflesso l'andamento dei tassi ufficiali, riducendosi significativamente a partire dallo scorso ottobre (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Nel marzo del 2009 i tassi medi sulle aperture di credito in conto corrente sono scesi al 5,3 per cento; quelli sulle nuove operazioni a tasso fisso e variabile si sono attestati rispettivamente al 4,3 e al 3,1 per cento (fig. 14.8). I differenziali con l'area dell'euro si sono ridotti. Il calo del costo del credito è stato più marcato per le nuove operazioni di importo superiore a un milione di euro, rispetto a quelle di minor valore: la differenza, che in parte riflette il divario nei costi di accesso al credito tra piccole e grandi imprese, è salita a 1,3 punti percentuali (0,7 punti nello scorso settembre).

Figura 14.8



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Nuove operazioni. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

Anche il differenziale tra il tasso medio e quello minimo sui prestiti a breve termine è cresciuto, da 2,0 punti percentuali nel settembre 2008 a 2,7 nello scorso marzo. In presenza di un inasprimento delle condizioni di offerta e di una riduzione dei tassi ufficiali, l'aumento del differenziale rispecchia sia il più elevato premio per il rischio richiesto dalle banche, sia l'elevata reattività dei tassi applicati alle imprese con il miglior merito di credito.

Le condizioni finanziarie delle imprese. – Nel 2008, con l'aumento dell'indebitamento e il progressivo deterioramento del quadro congiunturale, le condizioni finanziarie delle imprese sono peggiorate. Sono cresciute innanzitutto le difficoltà di incasso dei pagamenti dovuti dai clienti. I ritardi di pagamento nelle transazioni tra imprese hanno rappresentato un canale rilevante attraverso il quale la crisi si è propagata all'interno del sistema produttivo (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Questo è accaduto anche in ragione dell'elevato peso del credito commerciale nei bilanci aziendali: le informazioni della Commissione europea presenti nell'archivio BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), che aggrega dati di bilancio societari dei maggiori paesi dell'area, indicano che in Italia nel 2007 l'incidenza dei debiti verso i fornitori sul totale delle passività era del 31 per cento, contro circa il 22 in Francia, il 18 in Spagna, il 9 in Germania.

Analisi condotte sui titoli commerciali smobilizzati dalle imprese presso il sistema finanziario mostrano una forte accelerazione dei flussi di crediti che restano non pagati per oltre un mese dopo la scadenza: i tassi di variazione sui dodici mesi sono saliti dal 2 per cento circa dei primi mesi del 2008 a poco più del 20 per cento in dicembre; nel marzo del 2009 l'incremento è stato del 31 per cento. Considerando solo i crediti commerciali per i quali è possibile identificare il settore di appartenenza del debitore finale, la quota dei crediti scaduti sul totale di quelli vantati nei confronti di altre imprese è salita a marzo al 16,4 per cento, dal 14,2 di un anno prima; si sono intensificati soprattutto i ritardi di pagamento delle imprese del Mezzogiorno, dell'industria e di quelle con meno di 20 addetti.

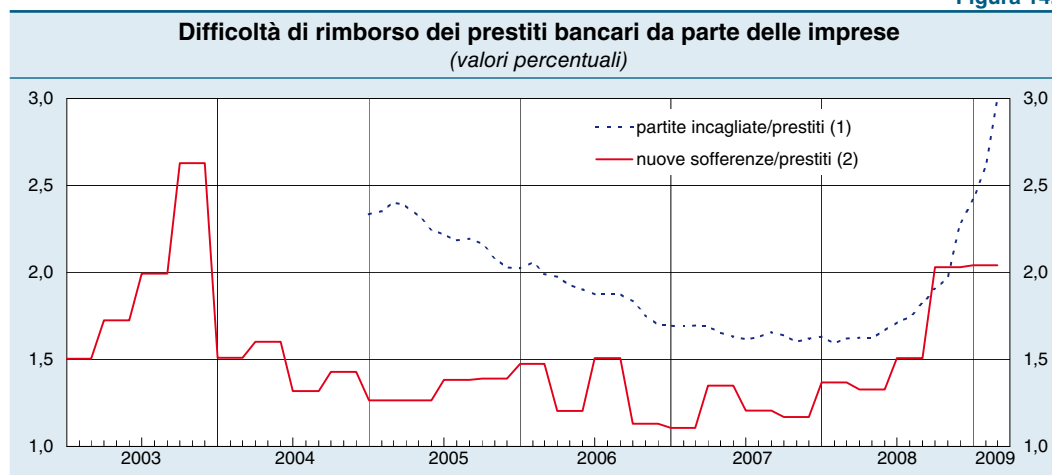
L'analisi dei dati della Centrale dei bilanci ha evidenziato che le condizioni finanziarie delle società italiane avevano mostrato segnali di peggioramento già nel 2007, per l'aumento del debito e dei tassi di interesse: la quota di imprese che presentava fattori di vulnerabilità in base a diversi indicatori di indebitamento, liquidità e redditività era salita di oltre un punto percentuale rispetto al 2006, attorno al 22 per cento del campione; l'aumento era stato maggiore nell'edilizia, nel terziario e nei comparti più tradizionali dell'industria manifatturiera, tutti caratterizzati da una contenuta dimensione media d'impresa. Nel 2007 le condizioni finanziarie apparivano migliori rispetto agli anni immediatamente precedenti alla recessione del 1993: il leverage era pari al 57,5 per cento nella media del biennio 1990-91, oltre 7 punti in più rispetto al valore di fine 2007. In quegli anni, tuttavia, gli elementi di debolezza nelle condizioni finanziarie si concentravano principalmente nelle imprese con meno di 50 addetti, mentre oggi l'incidenza delle aziende più vulnerabili non appare dissimile tra le classi dimensionali.

Le imprese hanno provato a contrastare le tensioni finanziarie riducendo le attività più facilmente liquidabili, il circolante, i depositi e i titoli pubblici; il calo è stato di 5 miliardi, a fronte di investimenti netti negli stessi strumenti pari a 25 miliardi nel 2007 (tav. 14.6). Nel complesso l'investimento netto in attività finanziarie, pari a 49 miliardi, si è più che dimezzato rispetto all'anno scorso.

Il peggioramento delle condizioni finanziarie delle imprese si è riflesso in una crescente difficoltà di rimborso dei prestiti bancari (fig. 14.9). Nel marzo del 2009 gli incagli (i crediti sui quali le banche rilevano una temporanea difficoltà di pagamento) sono saliti al 3,0 per cento dei prestiti, circa il doppio rispetto allo stesso mese del 2008; la quota di mutui su cui si registrano ritardi di pagamento di almeno 90 giorni è passata

dal 2,8 al 4,3 per cento. I problemi di rimborso appaiono maggiori tra le imprese piccole per le quali gli incagli e i mutui con ritardi di pagamento sono pari, rispettivamente, al 4,4 e al 6,2 per cento dei prestiti. Il flusso di nuove sofferenze, che risponde con gradualità alle dinamiche congiunturali (cfr. il capitolo 16: *Le banche*), ha raggiunto 4,6 miliardi nel primo trimestre del 2009, il 2,0 per cento dei prestiti vivi di inizio periodo (2,9 miliardi e 1,4 per cento nel primo trimestre del 2008).

Figura 14.9



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Dati mensili. Le partite incagliate sono esposizioni verso affidati in temporanea difficoltà. – (2) Dati trimestrali. Flusso di sofferenze rettificato annualizzato e rapportato ai prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate.

La finanza delle imprese di maggiore dimensione. – Con il progredire della crisi finanziaria, nel corso del 2008 è divenuto più difficile e costoso anche l'accesso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario, prevalentemente utilizzate dalle imprese di maggiore dimensione. L'aumento del grado di avversione al rischio degli investitori internazionali ha reso scarsamente praticabili interi segmenti dei mercati finanziari (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*).

Le emissioni lorde sul mercato obbligazionario internazionale si sono ridotte: sulla base di dati Dealogic, nel 2008 i collocamenti di società non finanziarie italiane sono stati pari a 4,1 miliardi, contro 12,7 nel 2007 (in media 15 miliardi tra il 2003 e il 2007). Non ci sono state emissioni di titoli high yield, caratterizzati da livelli di rischio e rendimento maggiori: nel corso del decennio questo comparto del mercato obbligazionario era cresciuto rapidamente, fino a raggiungere 6,5 miliardi di nuove emissioni nel 2006; l'anno successivo i collocamenti erano scesi a un miliardo e dall'inizio del 2008 a oggi il segmento è praticamente scomparso.

Al pari di quanto è accaduto nelle altre economie avanzate, in Italia si è osservato un aumento dei collocamenti nel primo trimestre del 2009, grazie alle emissioni dei gruppi ENI, Telecom Italia e Finmeccanica per un valore complessivo di 3,7 miliardi.

Tra il 2003 e il 2008 i collocamenti di titoli obbligazionari da parte di questi tre gruppi hanno rappresentato circa la metà delle emissioni delle società non finanziarie italiane sul mercato internazionale. Negli ultimi mesi questi gruppi hanno dovuto modificare in modo sostanziale le caratteristiche degli strumenti emessi per venire incontro all'accresciuta avversione al rischio degli investitori: in media la durata dei titoli è scesa a sei anni, dimezzata rispetto alla media del periodo 2003-07, e gli spread sui tassi di riferimento sono saliti da circa 100 punti base a oltre 500.

Una parte consistente del debito delle imprese di maggiore dimensione, oltre il 50 per cento per alcuni tra i maggiori gruppi industriali, è rappresentata da prestiti sindacati, finanziamenti erogati da un consorzio di banche e assimilabili alla raccolta di mercato poiché la maggior parte dei sottoscrittori eroga quote del prestito senza entrare in diretto contatto con le società finanziate. L'impatto della crisi su questo segmento del mercato finanziario è stato notevole, soprattutto per il ruolo rilevante ricoperto dalle grandi banche internazionali che hanno dovuto fronteggiare i maggiori problemi di liquidità. I dati di fonte Dealogic indicano che nel 2008 i flussi di prestiti sindacati alle imprese italiane si sono ridotti a 26 miliardi, circa la metà di quelli erogati nel 2007 (in media 40 tra il 2003 e il 2007). La contrazione è stata più pronunciata per i finanziamenti maggiormente rischiosi, come quelli concessi a imprese con elevato indebitamento (*leveraged loans*) e in particolare quelli connessi con le operazioni di leveraged buy-out, notevolmente calate nel corso dell'anno. Nel 2008 l'importo medio delle erogazioni si è dimezzato a poco più di 200 milioni; anche in questo caso può aver pesato l'accresciuta avversione al rischio degli intermediari, poiché operazioni piccole comportano per la banca capofila un più contenuto rischio di non riuscire a collocare quote del prestito presso altri sottoscrittori (*warehouse risk*).

Nei primi tre mesi del 2009 il mercato dei prestiti sindacati ha mostrato segnali di ripresa. I 18 miliardi di nuovi finanziamenti sono stati in larga parte destinati all'acquisizione di residui interessi di minoranza in Endesa da parte di Enel.

A seguito delle elevate emissioni degli anni precedenti, nei prossimi anni giungeranno a scadenza prestiti obbligazionari e sindacati per importi elevati, il cui rifinanziamento potrebbe risultare difficile se la fase di contrazione dell'offerta di fondi sul mercato internazionale dovesse persistere. Dati relativi a un campione di 14 grandi imprese, selezionate tra i principali prenditori, evidenziano rimborsi di prestiti obbligazionari e sindacati pari rispettivamente a 3,0 e 2,8 miliardi nella parte restante del 2009 e a 17,1 e 25,9 miliardi nel biennio 2010-11.

Le operazioni di fusione e acquisizione. – Secondo le rilevazioni di Thomson Reuters che censisce le operazioni principali, nel 2008 le società non finanziarie italiane hanno annunciato 189 fusioni o acquisizioni di interessi di maggioranza, per un valore di circa 10 miliardi (144 operazioni e 28 miliardi nel 2007). Sul confronto annuo ha pesato l'acquisizione di Endesa da parte di Enel nella prima metà del 2007; anche al netto di quest'ultima il valore unitario delle operazioni è diminuito. Nel primo trimestre del 2009 sono state annunciate 38 operazioni per circa 230 milioni, un importo contenuto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

L'incidenza delle operazioni con controparti estere è rimasta elevata, attorno al 40 per cento: sono cresciute soprattutto le acquisizioni di imprese statunitensi e del Regno Unito, sostenute anche dal favorevole livello dei tassi di cambio tra l'euro e le valute di questi paesi. Per contro, le acquisizioni di società non finanziarie italiane da parte di imprese estere si sono ridotte da 16 miliardi nel 2007 a meno di 3 miliardi nel 2008.

L'impatto maggiore della crisi finanziaria sul mercato del controllo societario ha riguardato le operazioni più rischiose, i leveraged buy-out, in virtù dell'elevato ricorso al capitale di debito che esse implicano. Il valore delle operazioni realizzate da società italiane si è all'incirca dimezzato rispetto al 2007, a 1,8 miliardi. A partire dall'ultimo trimestre del 2008, in particolare, e fino allo scorso marzo le poche operazioni portate a termine hanno avuto importi unitari contenuti.

La raccolta del capitale di rischio e il private equity. – Nel 2008 l'aumento del patrimonio netto delle imprese è stato pari a 7 miliardi, 13 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 14.6). Sul mercato azionario la raccolta di capitale di rischio è stata scoraggiata dall'andamento negativo delle quotazioni: l'ammontare degli aumenti di capitale presso la borsa da parte di società non finanziarie italiane è stato pari a 1,8 miliardi di euro, contro 2,8 nel 2007 (in media 4,3 miliardi tra il 2003 e il 2007); le operazioni di nuova quotazione sono state 6, contro 26 nel 2007. Da settembre a oggi se ne è registrata solo una, nello scorso mese di febbraio.

Sulla base dei dati diffusi dall'Aifi, nel 2008 gli investimenti in capitale di rischio delle società di private equity e venture capital in Italia sono cresciuti del 30 per cento, a 5,5 miliardi. L'aumento è stato più elevato per le operazioni relative alle imprese con oltre 250 addetti, che hanno assorbito l'80 per cento degli investimenti (75 per cento nel 2007); rispetto agli anni precedenti gli investimenti di importo rilevante hanno riguardato in misura minore le operazioni di buy-out e sono stati soprattutto indirizzati alla riduzione dei livelli di indebitamento di grandi società.

L'attività di investimento nel 2008 ha beneficiato della raccolta di fondi, pari a oltre tre miliardi, realizzata l'anno precedente dalle società di private equity e venture capital; si è trattato del livello più elevato dal 1999. Nel 2008, invece, la raccolta ha risentito della ridotta offerta sui mercati internazionali, diminuendo a 2,3 miliardi; il calo ha riguardato esclusivamente i fondi provenienti dall'estero, passati dal 57 al 18 per cento del totale.

L'offerta di capitale di rischio da parte delle società di private equity e venture capital risulta particolarmente utile nella fase di avvio dell'attività d'impresa o nel finanziamento dei comparti produttivi che sviluppano e utilizzano tecnologie avanzate, caratterizzati da un'elevata aleatorietà dei rendimenti. In Italia la quota degli investimenti complessivi indirizzata a tali operazioni resta tuttavia contenuta, pari al 2,1 per cento per le fasi iniziali dell'attività d'impresa e al 4,4 per cento per i settori dell'alta tecnologia. Tra il 2003 e il 2007, il rapporto tra gli investimenti di questo tipo e il PIL era di oltre 5 volte più basso in Italia rispetto alla media dei paesi europei.

15. I MERCATI FINANZIARI

Nel 2008 anche in Italia i mercati azionari e obbligazionari sono stati investiti dalla crisi finanziaria internazionale. L'indice generale della borsa si è dimezzato, le aspettative sugli utili delle società quotate hanno subito un drastico ridimensionamento, i premi per il rischio sulle obbligazioni private e sui titoli di Stato e la volatilità dei corsi azionari e obbligazionari sono aumentati considerevolmente. In ottobre, dopo un ulteriore deterioramento della fiducia degli investitori connesso con il dissesto della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers, le autorità dei paesi industriali hanno concordato una serie di misure di sostegno ai sistemi finanziari, attuate nei mesi successivi (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari* e il capitolo 16: *Le banche*).

La caduta dei valori della borsa italiana è stata di entità analoga a quella registrata negli altri paesi dell'area. La correzione dei corsi azionari ha riflesso sia un marcato peggioramento degli utili, correnti e attesi, sia l'aumento del premio per il rischio azionario, in un contesto caratterizzato da elevata incertezza e dalla riluttanza degli investitori a esporsi a rischi finanziari. La tendenza calante delle quotazioni si è interrotta da metà marzo dell'anno in corso, sulla scia di indicazioni di un miglioramento delle condizioni delle grandi banche internazionali e, successivamente, di segnali di attenuazione della fase recessiva.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali italiani erano pari alla fine del 2008 al 4,3 per cento, in lieve calo rispetto a un anno prima. Tra il settembre 2008 e lo scorso gennaio il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco si è ampliato in misura considerevole, riflettendo soprattutto la marcata preferenza degli investitori per attività ritenute meno rischiose.

I collocamenti netti di titoli di società non finanziarie italiane di grandi dimensioni si sono ridotti significativamente; sono stati pressoché nulli quelli riconducibili a imprese di dimensioni minori. Il marcato aumento delle emissioni nette di obbligazioni osservato nel 2008 è ascrivibile quasi interamente alle banche e alle società veicolo utilizzate per operazioni di cartolarizzazione bancarie.

I titoli pubblici

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2008 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono più che raddoppiate, a 62 miliardi di euro (26 nel 2007); tale aumento riflette principalmente l'ampliamento del fabbisogno complessivo verificatosi nell'ultimo quadrimestre, connesso con il deterioramento della congiuntura (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). La consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL è tornata a salire e ha raggiunto il 105,8 per cento, livello analogo a quello del 2005.

La vita media residua dei titoli di Stato è diminuita lievemente, a 6 anni e 7 mesi, risentendo dell'aumento delle emissioni sulle scadenze a più breve termine; la durata

finanziaria media è invece aumentata di due mesi, a 4 anni e 9 mesi, come riflesso della riduzione dei tassi di interesse sulle scadenze più brevi. A fronte di rimborsi netti di Prestiti della Repubblica e di CCT, sono state effettuate abbondanti emissioni nette di BOT e di BTP, passate rispettivamente da 6 a 19 miliardi e da 29 a 58 miliardi. Per la prima volta in oltre cinque anni sono stati effettuati, ancorché in misura limitata, collocamenti netti di CTZ.

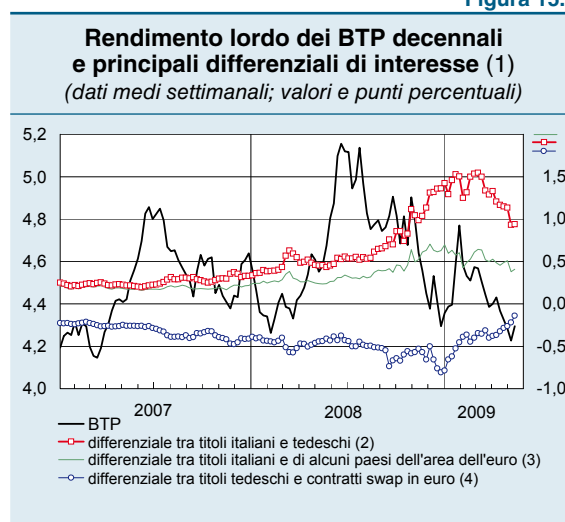
Le Amministrazioni locali italiane hanno continuato a effettuare rimborsi netti di titoli (396 milioni, contro 155 milioni nel 2007), sia pure contenuti, grazie alla marcata riduzione del loro fabbisogno complessivo. La consistenza a fine anno di questi titoli è rimasta prossima ai 35 miliardi, il 2,5 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

Con riferimento alle nuove emissioni delle Amministrazioni locali, la quota rappresentata dalle Regioni, che nel 2007 era pari al 52,6 per cento, è divenuta pressoché nulla; quella delle Province e degli altri enti territoriali è rimasta stabile, intorno al 24,0 per cento, mentre quella dei Comuni è più che triplicata, passando dal 21,8 al 76,0 per cento. La quota di titoli a tasso variabile si è dimezzata al 20,5 per cento dei nuovi collocamenti (42,1 nel 2007). La vita media dei titoli di nuova emissione è pari a 20 anni e 9 mesi, in lieve calo rispetto all'anno precedente (21 anni e 3 mesi).

Le famiglie e le imprese italiane nel complesso hanno effettuato cessioni nette di titoli: gli acquisti netti di BTP sono stati più che compensati dalle vendite nette di BOT, CTZ e CCT. Le banche sono risultate acquirenti netti di titoli a medio e a lungo termine. I fondi comuni, ancora interessati da consistenti deflussi netti di risparmio, hanno ceduto nel complesso titoli di Stato, tramite vendite nette di BOT e CTZ e acquisti netti di CCT e BTP. Gli operatori esteri hanno effettuato ingenti acquisti netti di titoli, in particolare di BOT e BTP; alla fine del 2008 la quota di titoli detenuta all'estero era pari al 53,8 per cento del totale, circa tre punti percentuali in più rispetto a un anno prima.

I tassi di interesse. – Nei primi sei mesi del 2008 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani a lungo termine sono aumentati di 0,6 punti percentuali. Essi sono successivamente calati, riflettendo la tendenza registrata nell'area dell'euro, in seguito alle attese di riduzione dei tassi di interesse ufficiali e alla forte domanda di titoli di Stato innescata dalle tensioni finanziarie internazionali (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*); alla fine dell'anno il rendimento del titolo benchmark decennale si collocava al 4,3 per cento, 0,3 punti percentuali al di sotto del livello 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 calato della

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 2007 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.

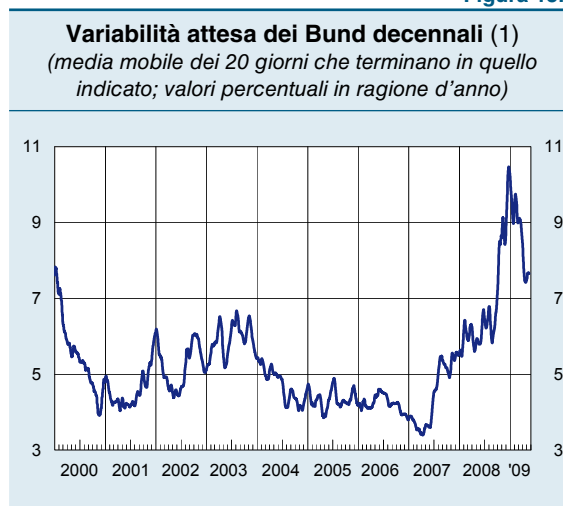
stessa misura, al 2,0 per cento. Nel primo quadrimestre del 2009 i tassi di interesse sui titoli di Stato sono rimasti invariati, pur registrando pronunciate oscillazioni.

Nel 2008 il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è ampliato di oltre un punto percentuale, attestandosi a 143 centesimi alla fine dell'anno (fig. 15.1). Dopo essersi ulteriormente allargato nelle prime settimane del 2009, fino a raggiungere un massimo di 159 centesimi, il differenziale è ridisceso e alla metà di maggio si collocava al di sotto di 100 centesimi. I premi sui credit default swap (CDS) sui titoli di Stato italiani, che riflettono la percezione degli investitori riguardo al rischio di insolvenza dell'emittente, oltre che la propensione degli investitori medesimi a esporsi a tale rischio, tra la metà di settembre e la fine dello scorso gennaio sono aumentati in misura significativa, per poi calare ai livelli registrati a metà ottobre.

In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, si è rapidamente e significativamente ampliato lo spread dei titoli emessi dagli altri Stati dell'area dell'euro rispetto ai Bund tedeschi. Tra l'inizio di settembre e la metà di gennaio 2009 l'incremento del differenziale è risultato estremamente eterogeneo tra paesi: esso è stato prossimo ai 60 centesimi per Austria e Paesi Bassi, di circa 90 per Italia, Portogallo e Spagna e superiore ai 200 per Grecia e Irlanda. Si stima che la maggior parte dell'ampliamento dei differenziali rispetto ai Bund tedeschi abbia riflesso un incremento dei premi per il rischio di credito, ascrivibile sia a un generalizzato aumento della percezione, da parte degli operatori, del rischio di insolvenza degli emittenti sovrani, indotto dal peggioramento dei conti pubblici atteso per i prossimi anni, sia a una maggiore avversione al rischio degli investitori, che ha penalizzato maggiormente i prenditori con merito di credito più basso. L'ampliamento dei differenziali sarebbe anche connesso con un aumento dei premi per la liquidità. La liquidità degli scambi di Bund è favorita dalla presenza di un mercato molto sviluppato di contratti futures su quei titoli. Nel caso dei titoli di Stato italiani, l'allargamento degli spread sarebbe in parte riconducibile anche alle difficoltà di operatori come banche e hedge fund, tradizionalmente molto attivi in titoli italiani, che hanno chiuso posizioni.

La volatilità implicita dei tassi a lungo termine in euro, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, ha risentito delle tensioni sui mercati finanziari internazionali; dopo essere rimasta su valori elevati ma stabili nei primi tre trimestri del 2008, dalla metà di settembre è più che raddoppiata, raggiungendo valori massimi storici alla metà di dicembre; nei primi quattro mesi del 2009 si è ridotta riportandosi sui livelli dello scorso ottobre (fig. 15.2).

Figura 15.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Pur contraendosi nel terzo trimestre, in concomitanza con la fase più acuta della crisi finanziaria internazionale, nel complesso del 2008 le emissioni nette di obbligazioni effettuate da società italiane sono più che raddoppiate rispetto

all'anno precedente, a 204 miliardi di euro (89 nel 2007; tav. 15.1). L'incremento dei collocamenti è riconducibile alle banche (che nella seconda parte dell'anno hanno incontrato difficoltà nel reperimento di fondi sul mercato interbancario) e alle altre società finanziarie (in larga parte rappresentate da società veicolo di emanazione bancaria, attraverso cui sono state effettuate operazioni di cartolarizzazione al fine di disporre di titoli utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema; cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Tavola 15.1

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1) (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2008
Banche	60.371	63.928	123.932	544.742	617.874	741.806	47
Altre società finanziarie	12.397	15.029	78.985	164.864	170.472	249.082	16
Società non finanziarie	3.446	10.546	1.215	50.505	60.571	60.741	4
Totale	76.214	89.503	204.132	760.111	848.917	1.051.629	67
<i>Per memoria:</i>							
mercato internazionale (3)	79.791	61.720	104.532	392.628	452.504	553.655	35

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi solo 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 e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le Medium Term Notes con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

Le emissioni nette di obbligazioni delle società non finanziarie sono state invece molto contenute, riflettendo il virtuale arresto di questo mercato; nel complesso del 2008 la raccolta netta di fondi sul mercato obbligazionario è stata pari a soli 1,2 miliardi (10,5 nel 2007), concentrata nell'ultimo trimestre dell'anno. L'attività di emissione netta delle imprese si è intensificata nel primo trimestre del 2009 per effetto dei collocamenti effettuati dai gruppi ENI, Finmeccanica e Telecom Italia.

Nel 2008, nel complesso dell'area dell'euro i collocamenti netti di obbligazioni societarie sono lievemente diminuiti, a 627 miliardi (640 nel 2007). Il pronunciato calo delle emissioni delle banche (passate da 285 a 191 miliardi) è stato in parte compensato dall'aumento di quelle delle altre società finanziarie (salite da 326 a 407 miliardi). I collocamenti netti delle società non finanziarie, pari a 29 miliardi nel 2008, hanno segnato un'accelerazione nel primo trimestre del 2009, oltrepassando i 38 miliardi. All'intensa attività di emissione da parte delle imprese nei primi mesi di quest'anno avrebbero contribuito fattori di domanda e di offerta: fra i primi, la possibilità per gli investitori di spuntare rendimenti elevati rispetto ai titoli di Stato, anche su titoli con merito di credito elevato; fra i secondi, i timori di una restrizione del credito bancario, che hanno indotto le imprese ad accumulare attività liquide, nonché la vivace attività di fusione e acquisizione in taluni settori (segnatamente quelli delle automobili e dei servizi di pubblica utilità). Nel 2008 e nei primi mesi dell'anno in corso non vi sono stati collocamenti da parte di emittenti con basso merito di credito.

Il ricorso delle imprese italiane al mercato obbligazionario rimane limitato; la quota sul PIL del debito obbligazionario era pari alla fine del 2008 al 4 per cento, contro il 6 per cento del complesso dell'area. I collocamenti delle imprese italiane, aumentati tra l'avvio della politica monetaria unica e il 2004, sono successivamente ridiscesi rimanendo su livelli modesti. Nella media dell'ultimo decennio circa il 90 per cento delle emissioni lorde è ascrivibile a pochi prenditori di grandi dimensioni, operanti nei settori delle automobili, delle autostrade, dell'energia, delle telecomunicazioni e dell'aerospaziale. Rimane molto limitato e sporadico il ricorso al mercato da parte delle imprese di piccola e media dimensione o con rating ad alto rischio.

Nel 2008 le emissioni nette di titoli garantiti da attività patrimoniali (titoli emessi da società veicolo e *covered bonds*, ovvero titoli garantiti da attività che rimangono nel bilancio del prenditore dei fondi) effettuate da società italiane sono aumentate in misura marcata (77 miliardi, da 14 nel 2007). I collocamenti, concentrati negli ultimi due mesi dell'anno, sono in larga parte riconducibili ai gruppi bancari UniCredit e Intesa Sanpaolo (24 e 18 miliardi di euro, rispettivamente). Tra le operazioni di cartolarizzazione, la quasi totalità ha riguardato cessioni di mutui residenziali (*residential mortgage-backed securities*, RMBS). Si sono ulteriormente ridotte, fino ad annullarsi, le emissioni di CDO (*collateralized debt obligation*, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o CDS). Le aziende di credito, autorizzate da maggio 2007 a emettere *covered bonds*, hanno collocato questa tipologia di titoli per un ammontare pari a 6,5 miliardi.

Sulla base dei dati forniti dall'European Securitisation Forum e da Dealogic, nel 2008 in Europa le emissioni lorde di titoli cartolarizzati sono aumentate in misura significativa (da 453 a 711 miliardi di euro) mentre quelle di covered bonds hanno segnato un lieve calo (da 244 a 182). Il 95 per cento delle emissioni di titoli cartolarizzati non è stato collocato sul mercato, bensì trattenuto dalle banche emittenti, al fine di utilizzare i titoli nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni europee è raddoppiata, passando dal 6 al 12 per cento, mentre quella sul totale dei covered bonds è passata dall'1 al 4 per cento. Le tipologie maggiormente colpite dalla crisi finanziaria sono state quelle dei titoli garantiti da mutui commerciali (commercial mortgage-backed securities, CMBS, passati da 48 a 5 miliardi) e i CDO (scesi da 89 a 48 miliardi); per quest'ultima tipologia di strumenti la contrazione del mercato europeo è stata notevolmente inferiore a quella registrata sugli altri mercati, dove, secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association, le emissioni complessive si sono praticamente azzerate. Sono invece più che raddoppiate le cartolarizzazioni di mutui residenziali (RMBS).

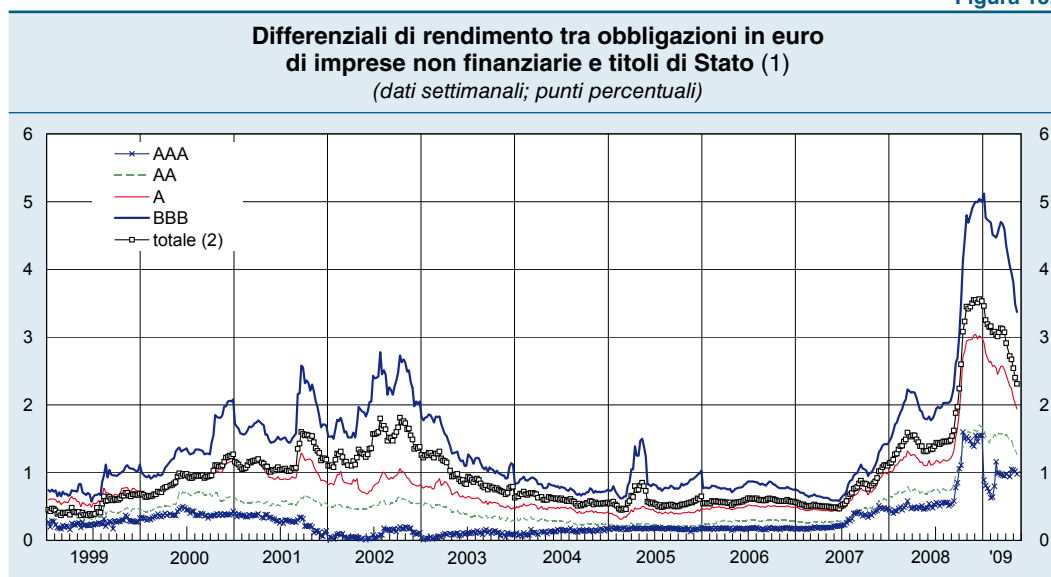
Nel 2008 in Italia sono aumentate in misura significativa le emissioni lorde di carta commerciale che, grazie ai collocamenti dei gruppi bancari Intesa Sanpaolo e UniCredit e delle società ENI ed Enel, hanno raggiunto i 145 miliardi di euro (112 nel 2007). La raccolta delle banche, pari a oltre tre quarti del totale, ha tratto impulso dal perdurare delle difficoltà del mercato interbancario. Nel primo quadrimestre del 2009 le emissioni lorde sono proseguite a ritmi sostenuti (86 miliardi) grazie ai collocamenti effettuati dal gruppo Intesa Sanpaolo.

Il mercato della carta commerciale italiana, dopo avere registrato una marcata contrazione tra il 2002 e il 2005, ha ripreso a crescere, raggiungendo la sua dimensione massima: nel 2008 le emissioni nette sono state pari a 2,2 miliardi, portando lo stock di questi strumenti finanziari a 28 miliardi. La quota italiana sul totale delle emissioni lorde di carta commerciale europea è passata dal 4 al 6 per cento. Il mercato della carta commerciale italiana è caratterizzato dalla presenza di numerose aziende di credito e di poche società non finanziarie, tipicamente quelle di maggiori dimensioni, che hanno accesso anche al mercato obbligazionario privato. Nel 2008 le emissioni sono state denominate principalmente in euro (64 per cento), ma ci sono state anche emissioni in dollari e sterline (19 e 12 per cento, rispettivamente). La scadenza media di questa forma di raccolta di fondi non superava i tre mesi per oltre la metà delle emissioni, e i sei mesi per oltre il 90 per cento.

I rendimenti. – Nel corso del 2008, sui mercati internazionali il costo della raccolta obbligazionaria denominata in euro per le società non finanziarie con elevato merito di credito (rating non inferiore a BBB- o a Baa3), sia italiane sia estere, è aumentato in media di un punto percentuale, al 6,2 per cento, un livello storicamente elevato che ha un precedente solo nell'agosto del 2000. A fronte di un calo di oltre un punto percentuale dei tassi d'interesse sui titoli di Stato benchmark dell'area, l'incremento è ascrivibile al marcato ampliamento dei premi per il rischio (da 1,1 a 3,5 punti percentuali in media;

fig. 15.3). L'aumento degli spread si è accentuato dalla metà di settembre in seguito al dissesto di Lehman Brothers; esso riflette l'incremento delle aspettative di insolvenza indotto dal progressivo peggioramento del quadro congiunturale e la maggiore avversione al rischio degli investitori. Il rialzo del costo della raccolta obbligazionaria è stato particolarmente ampio per i prenditori con merito di credito più basso (rating inferiore a BBB- o a Baa3), per i quali il rendimento medio dei titoli sul mercato secondario ha raggiunto un massimo storico del 27 per cento. Nel primo quadrimestre del 2009 il costo della raccolta obbligazionaria per le società con elevato merito di credito è calato di un punto percentuale, anche grazie alla ripresa della domanda di questa tipologia di titoli da parte degli investitori.

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).

Dopo il dissesto di Lehman Brothers alla metà del settembre 2008, i governi dei paesi industriali hanno varato una serie di misure a sostegno di banche e altre istituzioni finanziarie, mirate a rafforzare la patrimonializzazione del sistema bancario e la sua capacità di raccolta di fondi sul mercato. Al fine di favorire la ricapitalizzazione delle banche, in Italia il Ministero dell'Economia e delle finanze è stato autorizzato, con il decreto legge 29 novembre 2008 n. 185, a sottoscrivere obbligazioni bancarie speciali emesse da aziende di credito; nei mesi successivi il Ministero ha messo a disposizione di queste ultime anche garanzie pubbliche per l'emissione di obbligazioni (cfr. il capitolo 16: Le banche e il capitolo 19: L'azione di Vigilanza).

Nel complesso dei paesi che li hanno attuati, i programmi di sostegno sembrano avere contribuito a ridurre il rischio di insolvenza delle banche, come indicato dal netto calo dei premi sui CDS delle banche osservato in concomitanza con gli annunci dei programmi. I corsi delle azioni bancarie non hanno, invece, reagito positivamente agli annunci e hanno proseguito a discendere. Questo potrebbe dipendere dal fatto che gli aumenti di capitale sottoscritti dai governi, pur rafforzando la solvibilità delle banche, hanno comportato un effetto di diluizione degli utili per gli azionisti preesistenti.

Fra le misure adottate lo scorso autunno, le autorità dei paesi industriali hanno concesso garanzie pubbliche sulle emissioni di obbligazioni bancarie, al fine di facilitare il rifinanziamento del debito in scadenza. Una caratteristica saliente delle emissioni di obbligazioni garantite effettuate finora è la elevata differenziazione dei rendimenti all'emissione a seconda della banca emittente. Stime econometriche condotte sui dati sezionali di 360 emissioni garantite effettuate in 13 paesi suggeriscono che tale differenziazione è attribuibile in larga misura alle caratteristiche del garante, quali il merito di credito

sovrano, il volume di garanzie messe a disposizione, la tempestività dei rimborsi in caso di mancato pagamento delle cedole o del capitale. Al contrario, le caratteristiche dell'emittente (merito di credito e premi sui CDS) e quelle dell'emissione (scadenza e valuta di denominazione) spiegano, insieme, meno della metà della differenziazione. La preponderanza delle caratteristiche del garante nello spiegare i rendimenti all'emissione potrebbe avere effetti distortivi, poiché le banche relativamente deboli ma con alle spalle un garante solido possono finanziarsi a costi assai inferiori rispetto a quelli sostenuti da banche solide appoggiate da garanti relativamente deboli.

Nel 2008 gli spread dei titoli delle società non finanziarie italiane con elevato merito di credito si sono ampliati di 2,2 punti percentuali, in linea con l'incremento registrato da imprese analoghe di altri paesi dell'area; tra l'inizio di gennaio 2009 e la fine di aprile i differenziali si sono progressivamente ridotti, di circa un punto percentuale. I premi sui CDS sulle principali società non finanziarie italiane hanno registrato un andamento simile a quello degli spread obbligazionari.

Anche i premi sui CDS sulle principali banche italiane nel 2008 hanno registrato ampie oscillazioni in marzo e in settembre a causa dell'inasprirsi delle tensioni finanziarie internazionali. Nell'arco dell'anno essi sono in media aumentati di 0,8 punti percentuali, un aumento tuttavia inferiore di 0,4 punti a quello registrato dai premi sui CDS relativi alle altre banche dell'area dell'euro. Nei primi mesi del 2009 i premi sui CDS sulle banche italiane sono lievemente calati, come riflesso dell'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari; alla fine di aprile essi si collocavano intorno ai livelli toccati lo scorso novembre, in linea con quelli degli altri intermediari dell'area.

L'andamento della crisi finanziaria in corso conferma che il settore finanziario tende ad amplificare le fluttuazioni cicliche dell'economia, ovvero ad avere un effetto prociclico (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza); in particolare, durante una fase recessiva, ciò avviene sia a causa di una diminuzione del valore delle garanzie reali nelle operazioni di finanziamento sia a causa di una riduzione dell'offerta di credito attuata dalle banche al fine di contenere l'aumento del proprio grado di leva finanziaria derivante da perdite di valore degli attivi. La prociclicità è inoltre accresciuta dalla regolamentazione sui requisiti patrimoniali, dai meccanismi di incentivo degli operatori e da alcuni aspetti dell'applicazione della metodologia contabile del fair value.

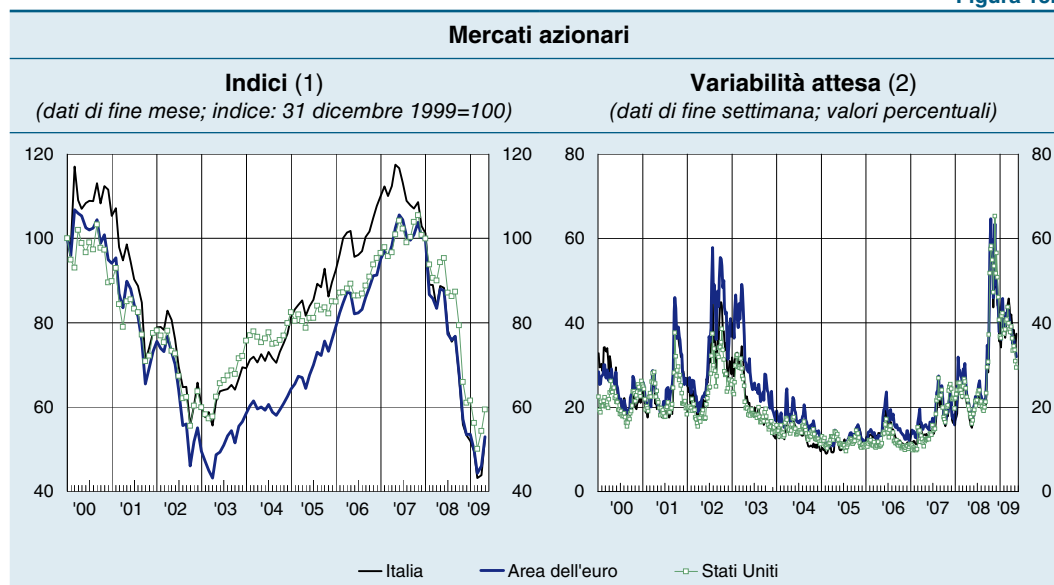
La prociclicità del sistema finanziario potrebbe essere mitigata agendo su vari fronti. L'effetto della regolamentazione sui requisiti patrimoniali potrebbe essere ridotto, ad esempio, richiedendo alle banche di accantonare fondi durante le fasi espansive del ciclo per coprire eventuali perdite nelle fasi recessive. I meccanismi di incentivo degli amministratori dovrebbero remunerare la gestione societaria sulla base della valutazione della redditività nel medio e lungo periodo, che a sua volta dovrebbe essere valutata alla luce del rischio sottostante. Ciò ridurrebbe l'incentivo per i manager a concentrare i propri sforzi sui risultati di breve periodo, un comportamento che tende ad amplificare le fluttuazioni cicliche. Da ultimo, il principio secondo cui un'attività deve essere valutata al valore al quale può essere scambiata sul mercato (cosiddetto fair value) dovrebbe essere applicato solo a strumenti finanziari liquidi; si potrebbero invece introdurre rettifiche di valore, eventualmente solo a fini di vigilanza, per quelli valutati tramite modelli matematico-finanziari (marking to model) o particolarmente illiquidi (cfr. Financial sector pro-cyclicality: Lessons from the crisis, Banca d'Italia, «Quaderni di Economia e Finanza», n. 44, 2009).

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Le quotazioni azionarie ovunque nel mondo hanno registrato nei primi otto mesi del 2008 un ampio calo, che si è poi accentuato bruscamente alla metà di settembre come riflesso dell'inasprimento della crisi finanziaria (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*). Nell'anno, l'indice generale italiano è diminuito del 49 per cento, una misura lievemente superiore a quella osservata nell'area dell'euro (-46 per cento; fig. 15.4).

I corsi, dopo avere subito tra l'inizio del 2009 e la seconda decade di marzo ulteriori e ingenti perdite (dell'ordine del 35 per cento), hanno successivamente segnato un deciso recupero, sulla scia del miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari internazionali; alla metà di maggio il listino aveva interamente recuperato le perdite registrate dall'inizio dell'anno.

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.

Nel 2008 il comparto bancario ha registrato un calo delle quotazioni azionarie del 56 per cento, superiore di circa dieci punti percentuali al resto del listino, principalmente attribuibile a un andamento degli utili correnti e attesi peggiore di quello della media degli altri settori. Tra le società non finanziarie sono state penalizzate quelle maggiormente esposte al deterioramento della congiuntura internazionale: perdite superiori alla media sono state registrate nei comparti delle automobili (-69 per cento), dei beni di consumo (-60) e dei materiali di base (-53). Tutti gli altri principali settori hanno registrato cali superiori al 35 per cento.

La discesa dei corsi azionari è riconducibile sia al forte aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori, sia al progressivo peggioramento degli utili correnti delle società quotate (risultati assai inferiori alle aspettative) e degli utili attesi.

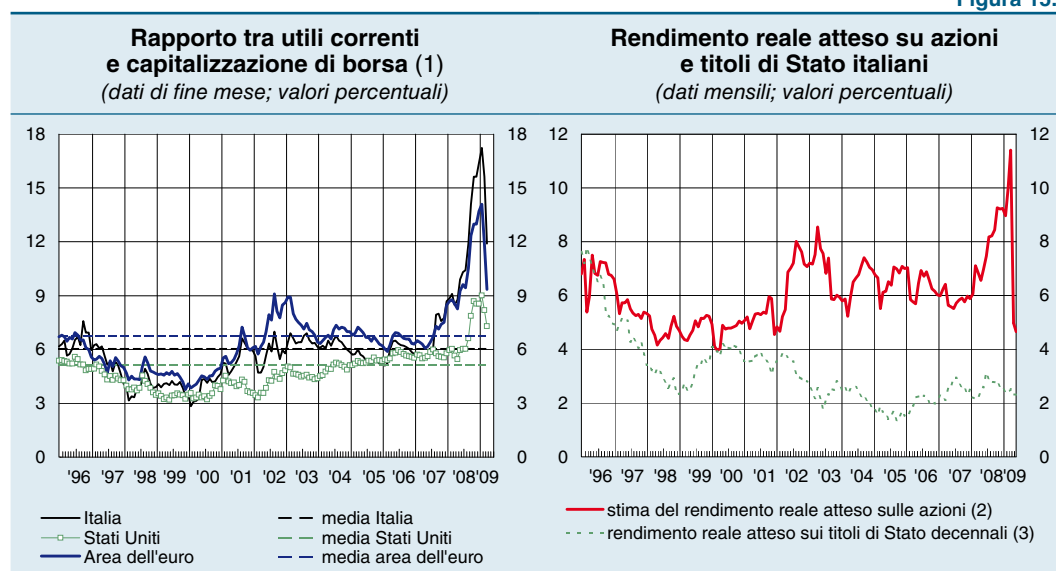
In base a dati preliminari, nel 2008 le società quotate italiane avrebbero conseguito utili inferiori di circa il 7 per cento rispetto al 2007. Tale tendenza flettente caratterizzerebbe anche l'andamento degli utili attesi per il 2009 che, secondo le previsioni raccolte da IBES (Institutional Brokers' Estimate System), hanno registrato un progressivo e marcato deterioramento. Alla fine dello scorso aprile, si prevedeva per il 2009 un calo degli utili di circa il 30 per cento rispetto all'anno precedente. Alla stessa data, le previsioni per le società quotate degli altri principali paesi dell'area indicavano attese di riduzioni superiori al 20 per cento.

Dalla metà dello scorso settembre, in concomitanza con il dissesto di Lehman Brothers, la variabilità dei corsi azionari implicita nei prezzi delle opzioni ha subito un rialzo molto pronunciato, raggiungendo livelli superiori di ben tre volte a quelli di

inizio settembre (fig. 15.4). Nei mesi successivi essa è tornata a scendere, rimanendo comunque su valori storicamente elevati.

Alla fine del 2008 in Italia il rapporto fra utili correnti e capitalizzazione era pari al 15,6 per cento (7,8 per cento a fine 2007; fig. 15.5). Tale valore, pari a oltre il doppio di quello medio registrato dalla metà degli anni ottanta a oggi, segnala un ridimensionamento delle attese e una maggiore incertezza da parte degli investitori circa le prospettive reddituali delle società quotate. Sulla base del livello dei corsi azionari e delle aspettative sugli utili, sia a breve termine sia a più lunga scadenza, è possibile stimare che nel 2008 il rendimento nominale atteso richiesto dai detentori di azioni sia stato in media pari al 10,2 per cento (7,9 nel 2007), contro un rendimento nominale dei titoli di Stato decennali pari al 4,6 per cento (4,5 nel 2007; fig. 15.5).

Figura 15.5



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics e Thomson Reuters Datastream.

(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. – L'intensificarsi della crisi finanziaria e l'elevato costo della raccolta di capitale di rischio hanno scoraggiato le operazioni di prima quotazione in borsa. Nel 2008 si sono quotate sul listino italiano soltanto 7 società (32 nel 2007), 5 delle quali su segmenti dedicati alle piccole e medie imprese (4 sul mercato Expandi e una sul Mercato alternativo del capitale). Riflettendo l'esiguo numero di operazioni e la dimensione modesta delle nuove società che hanno fatto ingresso in borsa, il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato di 143 milioni di euro, contro 4,4 miliardi nel 2007. Le società già quotate hanno invece varato aumenti di capitale per importi consistenti (7,3 miliardi di euro, contro 3,9 nel 2007; tav. 15.2); le operazioni sono state per lo più effettuate da banche, per rafforzare la propria base patrimoniale in un contesto in cui gli investitori premiavano gli intermediari più capitalizzati. Anche nel complesso dell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono drasticamente diminuite (da 212 nel 2007 a 45), per un controvalore di 4 miliardi di euro (31 nel 2007).

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)						
VOCI	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Variazione dei corsi (1)	14,9	17,5	13,9	19,0	-8,0	-48,7
Società italiane quotate (numero a fine anno)	271	269	275	284	301	294
di cui: <i>al segmento STAR</i>	40	46	70	75	82	75
Capitalizzazione (2)	487.446	568.901	676.606	778.501	733.614	374.702
<i>in percentuale del PIL</i>	37,5	43,1	49,3	52,8	48,0	24,4
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	23	23	26	29	31	33
<i>assicurativi</i>	12	12	12	10	10	11
<i>bancari</i>	26	25	32	33	30	25
<i>finanziari</i>	4	3	4	4	4	3
<i>servizi</i>	35	37	26	24	26	28
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	8.710	3.197	12.599	6.098	5.441	7.700
di cui: <i>al segmento STAR</i>	26	89	279	290	409	238
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	1.412	5.999	6.405	12.919	11.178	464
di cui: <i>società estere</i>	..	..	..	..	..	..
di cui: <i>al segmento STAR</i>	..	..	797	3.620	4.243	..
Dividendi distribuiti (6)	17.030	21.849	22.907	28.317	30.625	28.549
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	6,4	6,0	5,2	5,9	7,8	15,6
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	3,4	3,4	3,0	3,2	3,7	8,0
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa (8)</i>	580.703	641.376	893.853	1.078.390	1.513.634	993.511
<i>futures sull'indice S&P/MIB (9)</i>	527.024	467.122	585.445	761.580	954.524	698.258
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB (9)</i>	153.998	152.839	209.526	262.312	368.966	268.264
Turnover (10)	123	121	144	148	200	179

Fonte: Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Reuters Datastream.

(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; sono incluse le conversioni di obbligazioni. 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.

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 294 società italiane (301 alla fine del 2007) e 42 società estere. In seguito al calo delle quotazioni, la capitalizzazione complessiva delle società italiane è scesa nel corso del 2008 da 734 a 375 miliardi di euro, pari al 48 e al 24 per cento del PIL, rispettivamente. Alla fine dell'anno il rapporto fra capitalizzazione e PIL era pari al 32 per cento in Germania, al 49 nei quattro paesi europei del circuito NYSE Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), all'82 negli Stati Uniti e all'89 nel Regno Unito.

Il 25 settembre del 2008 Borsa Italiana ha approvato l'istituzione di AIM Italia, un sistema di scambi organizzati dedicato alle piccole e medie imprese. Questo nuovo

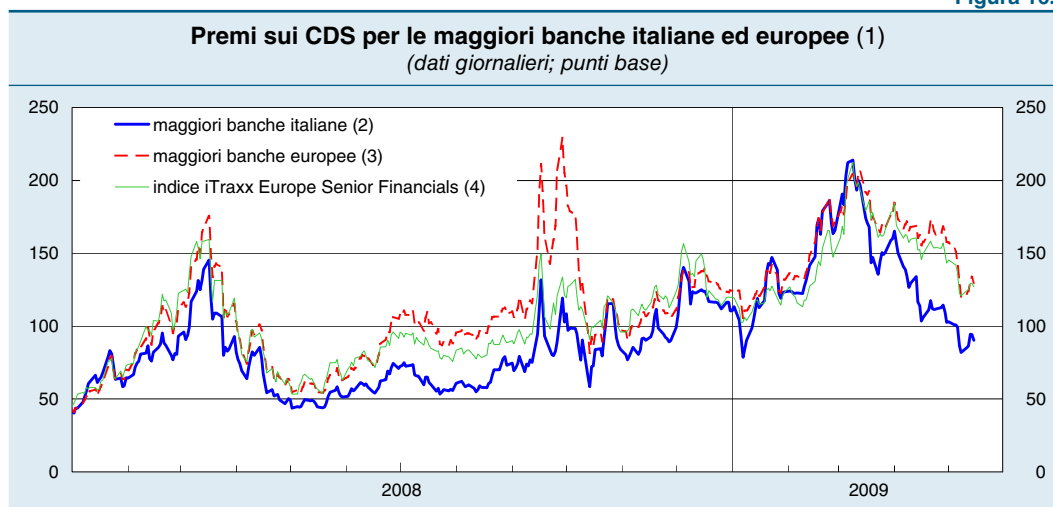
listino, con caratteristiche simili a quelle dell'omonimo mercato della borsa di Londra, prevede procedure di quotazione assai semplificate ed è rivolto a una platea di investitori internazionali. All'avvio di questo mercato è associata la soppressione del mercato Expandi, le cui imprese quotate confluiranno nel segmento ordinario del Mercato Telematico Azionario; l'AIM Italia coesisterà invece con il sistema di scambi organizzati MAC, anch'esso dedicato alle piccole e medie imprese ma riservato a investitori istituzionali.

BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI

16. LE BANCHE

Nel 2008 in tutti i paesi industriali l'attività delle banche è stata pesantemente condizionata dall'evoluzione della crisi finanziaria e dall'avvio della recessione. Il dissesto, in settembre, della banca d'affari Lehman Brothers ha segnato un punto di svolta anche per le banche italiane. Nei primi nove mesi dell'anno esse hanno risentito delle turbolenze in misura contenuta, in ragione della loro bassa esposizione ai prodotti finanziari strutturati, della specializzazione nelle attività bancarie tradizionali, della prudenza del quadro regolamentare e di supervisione. In questa fase si è tuttavia rarefatta l'offerta di fondi sui mercati all'ingrosso e anche le banche italiane, soprattutto le più grandi, hanno incontrato difficoltà a raccogliere fondi all'estero. L'aumento della provvista sull'interno, seppure a costi unitari crescenti, ha consentito di mantenere la crescita dei finanziamenti all'economia a livelli sostenuti, ancorché in graduale attenuazione. La capacità degli intermediari italiani di assorbire gli effetti della crisi si è riflessa sulle valutazioni di mercato del loro rischio d'insolvenza, espresse dai premi sui credit default swaps (CDS), risultati più bassi nel confronto con le principali banche europee (fig. 16.1).

Figura 16.1



Fonte: Elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream.

(1) CDS riferiti a emissioni senior con scadenza 5 anni. I dati sono aggiornati al 15 maggio 2009. – (2) UniCredit, Intesa Sanpaolo, MPS. – (3) Banco Santander, Barclays, BBVA, BNP Paribas, Commerzbank, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Dexia, Fortis, HBOS, HSBC Bank, ING Bank, Lloyds TSB, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS. – (4) Serie iTraxx Europe Senior Financials 8, 9, 10 e 11, con scadenza 5 anni.

A settembre la crisi finanziaria è divenuta sistemica; ai suoi effetti diretti si sono aggiunte le conseguenze della crisi economica. I principali gruppi bancari internazionali, soprattutto quelli più esposti verso prodotti finanziari strutturati, hanno registrato ingenti perdite. Il parziale blocco dei mercati interbancari ha reso difficile il rifinanziamento delle posizioni in scadenza e le riserve di liquidità si sono rapidamente assottigliate. I governi di numerosi paesi sono dovuti intervenire con ingenti operazioni di ricapitalizzazione e con altre misure di supporto alla stabilità del sistema finanziario (cfr. il capitolo 1: *I mercati finanziari e valutari*). Dopo una prima fase di interventi su base prettamente

nazionale i governi europei hanno coordinato le loro azioni, adottando provvedimenti volti a tutelare i depositanti e a mantenere adeguati livelli di liquidità e di solidità patrimoniale delle banche (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*). La Commissione europea ha reso noto che tra l'ottobre del 2008 e il marzo del 2009 le sono stati comunicati più di cinquanta interventi di supporto pubblico, comprendenti schemi di garanzia, di ricapitalizzazione e misure specifiche per alcuni intermediari. Nel complesso il sostegno al settore bancario può arrivare a un massimo di circa 3.000 miliardi di euro, pari al 24 per cento del PIL dell'Unione, inclusi 2.300 miliardi per possibili garanzie.

Anche i premi sui CDS delle principali banche italiane sono cresciuti, allineandosi a quelli dei maggiori intermediari europei; i corsi azionari hanno subito forti ribassi, riducendo la possibilità di reperire nuovo capitale sui mercati. A partire dalla fine di marzo dell'anno in corso, una redditività migliore delle attese e le dichiarazioni da parte di alcuni grandi gruppi bancari dell'intenzione di ricorrere agli strumenti di ricapitalizzazione pubblica hanno riportato i premi sui CDS a livelli contenuti.

Il calo dell'attività produttiva e la contrazione delle transazioni sul mercato immobiliare hanno ridotto la domanda di finanziamenti di imprese e famiglie. Le banche hanno reso a loro volta più stringenti i criteri di erogazione del credito. I prestiti hanno subito un netto rallentamento, soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno. È rapidamente aumentata la rischiosità dei debitori: i prestiti iscritti a sofferenza nel primo trimestre del 2009 sono stati pari all'1,6 per cento del totale, il valore più elevato dalla fine dello scorso decennio, se si esclude il picco toccato nel 2003 con il dissesto del gruppo Parmalat. L'aumento dei debitori in temporanea difficoltà e quello dei ritardi nei rimborsi indicano che il deterioramento della qualità del credito potrebbe proseguire con intensità anche maggiore nel prossimo biennio. Ulteriori rischi provengono dall'esposizione verso le economie di alcuni paesi emergenti, in cui i principali gruppi italiani detengono rilevanti quote di mercato.

Nel 2008 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) dei gruppi bancari italiani, calcolato su base consolidata, pur rimanendo ampiamente superiore a quello medio dei maggiori intermediari dell'area dell'euro, si è ridotto di circa 5 punti percentuali, al 6 per cento. Il calo è ascrivibile principalmente al peggioramento del risultato dell'attività di negoziazione e al forte incremento degli accantonamenti e delle rettifiche di valore. Contributi positivi alla redditività, con effetto sul solo 2008 e quantificabili in oltre 2 punti di ROE, sono derivati dalle modifiche alla normativa tributaria in tema di riallineamento dell'avviamento e dalla revisione dei principi contabili internazionali in materia di classificazione degli strumenti finanziari.

La minor quota di utili distribuiti e un'attenta gestione dell'attivo hanno migliorato il coefficiente di patrimonializzazione complessivo delle banche italiane, pur in presenza di una riduzione della redditività. Un ulteriore rafforzamento potrà realizzarsi con la sottoscrizione, da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze, di strumenti finanziari emessi dalle banche.

La raccolta e la gestione della liquidità

Nel 2008 la provvista complessiva delle banche italiane – depositi da clientela ordinaria, obbligazioni non detenute da altre banche italiane e passività sull'estero – ha registrato un forte rallentamento: il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 4,7 per cento, dall'11,3 del 2007 (tav. 16.1; fig. 16.2); si è ridotto ulteriormente, al 4,1 per cento, a marzo 2009.

Andamento delle principali poste dei bilanci bancari (1)									
(dati trimestrali; milioni di euro e variazioni percentuali)									
VOCI	variazioni assolute sui dodici mesi				variazioni percentuali sui dodici mesi				consistenze a dicembre 2008
	dicembre 2008	giugno 2008	dicembre 2007	giugno 2007	dicembre 2008	giugno 2008	dicembre 2007	giugno 2007	
Attivo									
Cassa	1.164	712	1.118	500	9,7	8,3	10,3	6,2	13.125
Titoli di debito (2)	40.836	6.801	7.960	13.631	30,7	5,8	2,9	9,3	184.145
di cui: <i>Titoli di Stato</i>	11.801	-10.228	2.891	15.414	13,5	-6,3	-1,0	8,9	126.194
Prestiti	83.032	99.647	126.506	133.941	5,6	8,1	10,1	10,8	1.761.199
Attività sull'estero	-11.411	25.605	44.565	94.110	-2,0	7,5	12,5	30,9	364.087
Azioni e partecipazioni	-1.342	21.455	13.532	23.153	14,1	12,3	7,3	18,3	149.954
Attività verso IFM residenti									
<i>Prestiti</i>	78.433	60.672	58.247	73.099	19,0	14,0	13,8	18,4	560.841
<i>Titoli</i>	61.629	52.909	9.103	4.906	65,6	64,5	15,1	5,4	155.154
Altre attività (3)	44.103	26.963	78.891	79.823	9,3	4,5	13,4	17,7	439.771
Passivo									
Raccolta complessiva	106.652	126.442	173.581	239.288	4,7	8,0	11,3	15,3	2.182.891
Raccolta da residenti in Italia	147.153	122.366	89.125	67.774	9,7	10,9	8,5	6,0	1.612.837
<i>Depositi</i>	82.637	46.196	33.125	46.812	7,3	6,7	4,9	6,1	1.127.856
<i>Obbligazioni (4)</i>	64.516	76.170	56.000	20.962	15,6	21,3	16,8	5,9	484.981
Raccolta da non residenti	-40.500	4.076	84.456	171.514	-7,4	2,4	17,8	38,7	570.054
<i>Depositi da clientela ordinaria</i>	7.292	6.711	-6.722	-348	12,4	14,8	-8,7	0,6	61.400
Passività verso IFM non residenti	-47.792	-2.635	91.178	171.862	-9,3	1,2	21,3	44,2	508.655
<i>Depositi</i>	-44.101	14.826	92.326	132.787	-10,7	5,7	28,3	43,6	408.281
<i>Obbligazioni (5)</i>	-3.691	-17.461	-1.148	39.075	-3,3	-15,2	-2,4	46,3	100.374
Capitale e riserve	11.705	35.413	63.061	38.893	5,5	11,4	14,1	9,6	276.384
Passività verso IFM residenti	176.254	105.942	48.572	78.940	34,0	19,9	10,2	16,4	740.033
<i>Depositi</i>	114.625	53.033	39.469	74.034	27,7	11,8	9,2	18,7	584.880
<i>Obbligazioni</i>	61.629	52.909	9.103	4.906	65,5	64,5	15,1	5,4	155.154
Altre passività	1.834	26.966	54.707	66.042	7,7	9,2	14,0	16,9	428.966

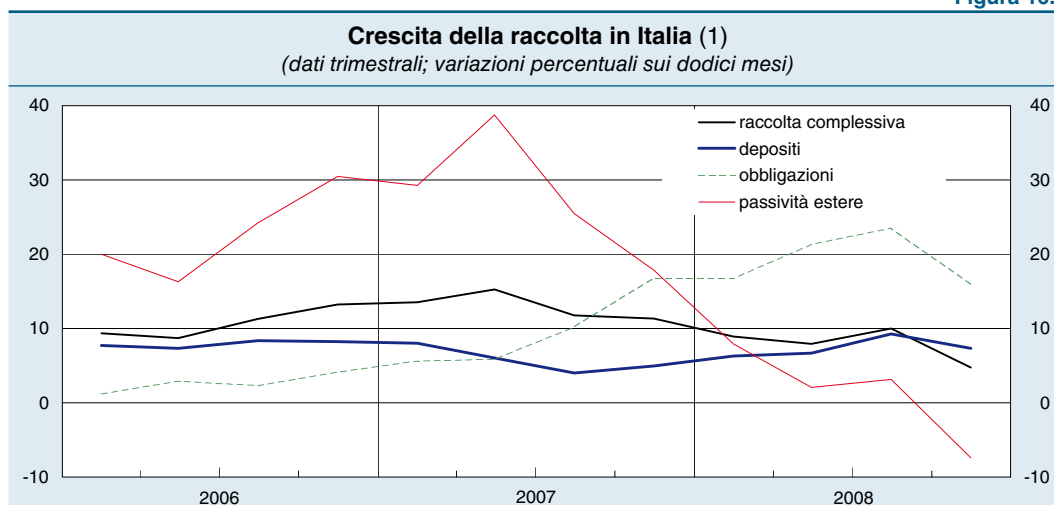
(1) Segnalazioni di vigilanza ed elaborazioni su dati BCE. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*). – (2) L'aggregato non include le obbligazioni emesse da Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) residenti. – (3) L'aggregato comprende: quote di fondi comuni monetari, attività mobili e immobili e altre voci di minor rilievo. – (4) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti in Italia e nell'area dell'euro. – (5) L'aggregato include le sole obbligazioni detenute da residenti nell'area dell'euro.

L'aumento della percezione del rischio di controparte sui mercati internazionali, che ha interessato anche le banche italiane, ha determinato un forte ridimensionamento delle passività interbancarie sull'estero. Nel 2008 i depositi e le obbligazioni detenuti da intermediari non residenti si sono ridotti di 48 miliardi (-9,3 per cento); il calo è quasi interamente ascrivibile alle passività dei primi cinque gruppi bancari. La quota delle passività interbancarie sull'estero sulla raccolta complessiva è scesa di 4 punti percentuali, al 23 per cento.

Anche la smobilizzazione del portafoglio crediti, che fino al 2007 aveva contribuito a finanziare la forte espansione dei prestiti, ha risentito della crisi. A seguito del sostanziale blocco del mercato secondario del credito, nel 2008 la cessione di prestiti è avvenuta quasi esclusivamente attraverso autocartolarizzazioni, finalizzate a ottenere attività prontamente

utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*).

Figura 16.2



Fonte: Segnalazioni di vigilanza ed 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*.

Nelle autocartolarizzazioni, a differenza delle cartolarizzazioni tradizionali, i titoli emessi dalla società veicolo a fronte dei crediti ceduti dalla banca non vengono collocati sul mercato, ma sono interamente sottoscritti dalla banca stessa. Esse non comportano quindi trasferimento del rischio di credito, che rimane interamente in capo alla banca che ha effettuato l'operazione, né costituiscono una fonte di provvista diretta. Nelle autocartolarizzazioni realizzate nel corso del 2008 il rischio di credito è stato, di norma, segmentato in due sole classi: una dotata di rating, destinata all'utilizzo come garanzia, e una junior, priva di rating e con la funzione di assorbire la prima parte delle eventuali perdite derivanti dai crediti cartolarizzati.

Nel 2008 le banche italiane hanno realizzato complessivamente 49 operazioni di cartolarizzazione di crediti, per un ammontare complessivo di 87 miliardi di euro, a fronte dei 38 dell'anno precedente. L'importo è di gran lunga il più ingente dal 1999, anno dell'entrata in vigore della disciplina che regola questa tipologia di transazioni.

Le banche hanno reagito al calo della provvista all'ingrosso con politiche di offerta volte ad ampliare la raccolta di fondi sull'interno, soprattutto presso le famiglie.

Per le banche italiane il peso della raccolta al dettaglio, meno esposta rispetto a quella all'ingrosso alle turbolenze dei mercati finanziari, è elevato nel confronto internazionale. Alla fine del 2008 la somma dei depositi da clientela ordinaria (esclusi quelli di società finanziarie) e delle obbligazioni bancarie detenute da soggetti diversi da banche e fondi comuni monetari residenti nell'area dell'euro era pari al 71,0 per cento della provvista totale, un valore ampiamente superiore a quello medio dell'area (59,0 per cento). I corrispondenti valori alla fine del 2007 erano rispettivamente pari al 68,7 e al 58,4 per cento.

I depositi da clientela residente sono cresciuti del 7,3 per cento, oltre due punti percentuali in più rispetto all'anno precedente. L'aumento si è concentrato nei primi nove mesi dell'anno ed è stato sostenuto dall'espansione dei depositi delle famiglie, sia in conto corrente sia a più lunga scadenza. Negli ultimi mesi del 2008 la riduzione dei tassi d'interesse sulle passività bancarie, che ha seguito quella dei tassi di politica monetaria, ha determinato una decelerazione dei depositi, che è proseguita nei primi mesi del 2009.

Anche le obbligazioni detenute dalla clientela residente hanno continuato a crescere a ritmi molto elevati (15,6 per cento, contro 16,8 nel 2007), pur registrando un deciso rallenta-

mento nel corso degli ultimi mesi dell'anno; la loro quota sulla provvista complessiva è aumentata di due punti percentuali, al 22 per cento. L'espansione della raccolta obbligazionaria è stata favorita dall'aumento dei tassi corrisposti ai sottoscrittori. Nella media dell'anno il differenziale tra la remunerazione delle nuove emissioni a tasso variabile e quella dei CCT si è ampliato da 11 a 37 punti base; quello tra il rendimento delle nuove emissioni a tasso fisso e i BTP, negativo fino alla metà del 2007, è aumentato di 4 decimi di punto, a 31 punti base.

L'aumento dei rendimenti corrisposti alla clientela ordinaria e quello dei tassi interbancari hanno portato a una crescita del costo medio della raccolta (inclusa quella da altre banche residenti in Italia), nella media del 2008, di quasi 40 punti base, al 3,6 per cento. L'incremento è stato interamente riassorbito in seguito al calo dei tassi ufficiali, fino a riportare, alla fine dello scorso marzo, il costo della raccolta sui livelli dell'inizio del 2006 (1,9 per cento).

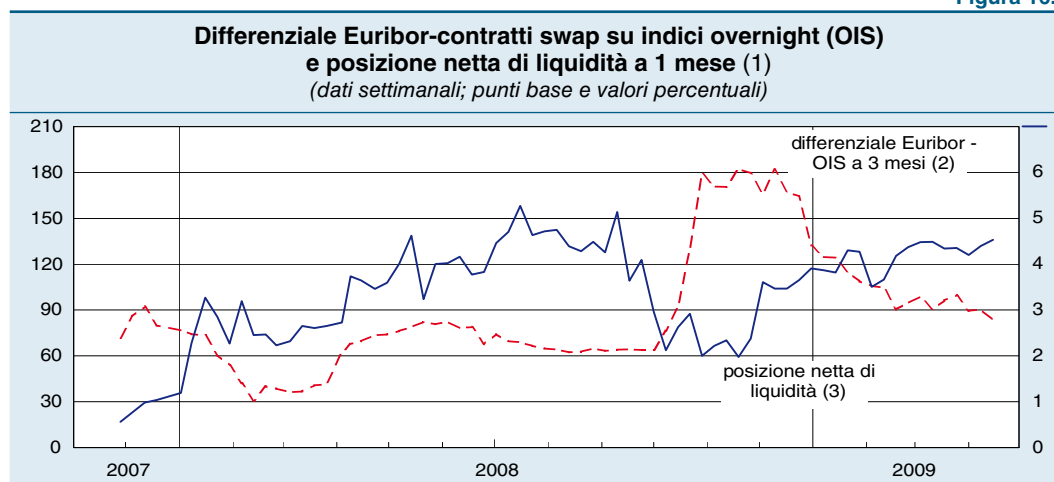
La gestione della liquidità. – La crisi finanziaria ha determinato anche una contrazione degli scambi sul mercato interbancario e un incremento dei differenziali tra i tassi interbancari e quelli di riferimento fissati dalle autorità monetarie. Gli scambi medi giornalieri effettuati sull'e-Mid, il mercato interbancario dei depositi monetari con scadenza da un giorno a un anno, si sono ridotti in misura consistente (cfr. il capitolo 20: *Le infrastrutture del sistema dei pagamenti all'ingrosso e dei mercati monetario e finanziario*).

Il totale delle passività interbancarie sull'interno, di cui quelle scambiate sull'e-Mid rappresentano solamente una parte, ha invece continuato a espandersi a ritmi elevati. Tale andamento rispecchia sia la crescita dei trasferimenti intragrupo, utilizzati per gestire in modo più efficiente la liquidità, sia l'aumento degli scambi su base bilaterale, in larga parte assistiti da garanzie, tra banche appartenenti a gruppi diversi.

Negli ultimi quattro mesi del 2008 la posizione netta di liquidità delle banche italiane, che era progressivamente migliorata nel corso dell'anno, è stata sottoposta a forti tensioni, in gran parte dissipate nei primi mesi del 2009.

La posizione netta di liquidità è una stima del fabbisogno di risorse liquide della banca su un orizzonte temporale di breve periodo (che tipicamente può andare da un giorno fino a tre mesi). È ottenuta come somma tra il saldo netto cumulato delle posizioni (in entrata e in uscita) in scadenza nell'intervallo temporale considerato e le riserve disponibili (ad esempio le attività stanziabili disponibili a pronti e la quota di riserva obbligatoria utilizzabile a cinque giorni).

Figura 16.3



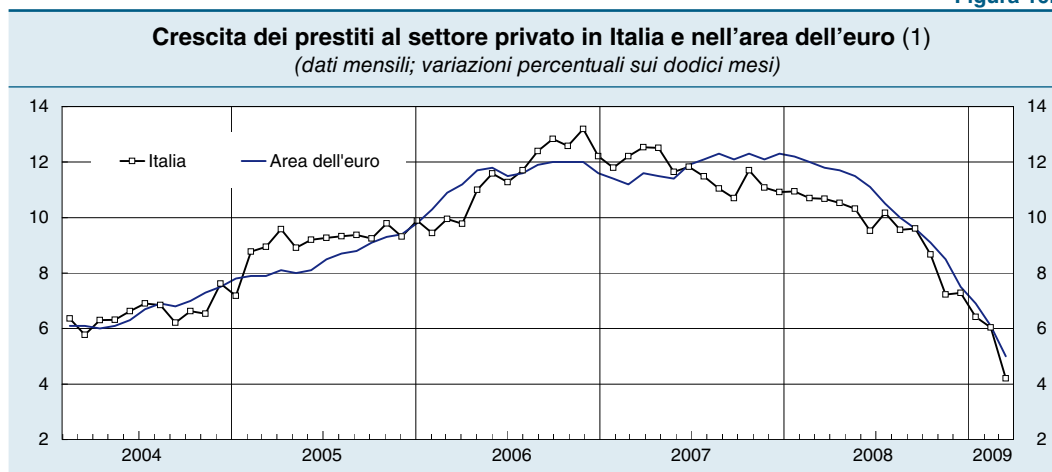
Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg e rilevazione settimanale della liquidità della Banca d'Italia.
(1) Dati riferiti ai primi cinque gruppi bancari. – (2) Scala di sinistra. – (3) In rapporto al totale dell'attivo. Scala di destra.

I dati raccolti attraverso una rilevazione settimanale avviata dalla Banca d'Italia dal settembre del 2007 (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza) indicano che, per i primi cinque gruppi bancari, la posizione netta di liquidità fino a un mese sul totale dell'attivo si è ampliata fino a raggiungere il 5,1 per cento all'inizio di settembre (fig. 16.3). Successivamente si è registrata una netta contrazione; a novembre la posizione netta di liquidità era pari al 2,0 per cento dell'attivo. Nei primi mesi del 2009, anche in seguito al parziale rientro delle tensioni sui mercati, la posizione netta di liquidità dei principali gruppi italiani è significativamente migliorata, riportandosi in linea con i valori registrati nella prima metà dello scorso anno.

Le attività

Nel 2008 i prestiti delle banche italiane al settore privato hanno subito un deciso rallentamento. Il tasso di crescita è diminuito di quasi quattro punti percentuali, al 7,3 per cento, un andamento analogo a quello registrato nell'area dell'euro (fig. 16.4). La decelerazione ha interessato sia i prestiti alle famiglie sia quelli alle imprese (per un'analisi approfondita dell'andamento del credito alle famiglie e alle imprese cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Rispetto alla fine del 2008, nel primo trimestre dell'anno in corso i finanziamenti al settore privato sono aumentati, su base annua e al netto della componente stagionale, dello 0,1 per cento in Italia e dello 0,6 nell'area dell'euro.

Figura 16.4



Fonte: BCE e elaborazioni su dati BCE.

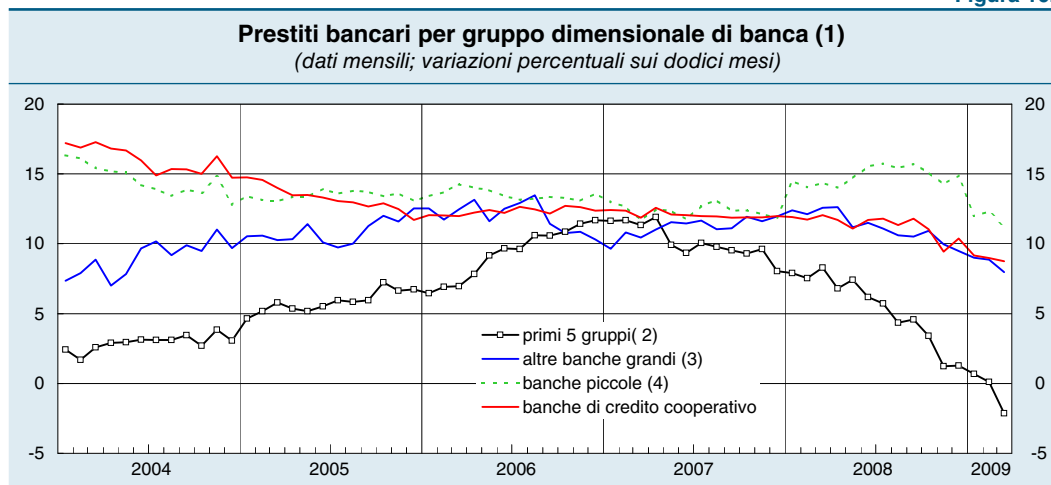
(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dell'effetto di cartolarizzazioni, riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il rallentamento del credito è stato graduale nei primi nove mesi del 2008, per poi intensificarsi nell'ultimo trimestre. La decelerazione è stata maggiore per i prestiti erogati dai primi cinque gruppi bancari, cresciuti nel 2008 dell'1,3 per cento a fronte dell'8,0 per cento del 2007 (fig. 16.5). Nei dodici mesi terminanti a marzo i finanziamenti erogati da questa categoria di banche si sono ridotti del 2,1 per cento. Il rallentamento è stato forte anche per le filiali di banche estere, il cui peso nel mercato del credito, dopo essere cresciuto significativamente negli ultimi dieci anni, è rimasto sostanzialmente invariato. Il credito erogato dalle altre banche, pur registrando una lieve decelerazione, ha continuato a espandersi a ritmi elevati, prossimi o superiori al 10 per cento.

L'eterogeneità dell'andamento del credito per categorie di intermediari riflette in primo luogo la diversa intensità dei vincoli incontrati dal lato della raccolta. Questi sono stati più stringenti per i grandi gruppi e le filiali di banche estere, che si finanzia-

vano in misura rilevante sui mercati all'ingrosso. In secondo luogo vi ha contribuito il più forte radicamento nelle economie locali delle banche più piccole, che hanno maggiormente mirato a salvaguardare le relazioni di lungo periodo con le imprese, anche a costo di assumere maggiori rischi.

Figura 16.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2009 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della classificazione in gruppi dimensionali di banche (cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Banche) e della composizione dei gruppi bancari a marzo 2009. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di cartolarizzazioni e riclassificazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, MPS, UBI Banca e UniCredit. – (3) Banche appartenenti a gruppi, diversi dai primi cinque, la cui capogruppo è "maggiore", "grande" o "media". – (4) Banche appartenenti a gruppi la cui capogruppo è "piccola" o "minore" e banche non appartenenti a gruppi, escluse quelle di credito cooperativo.

Nei primi nove mesi dell'anno la decelerazione dei prestiti ha riflesso soprattutto la riduzione della domanda di finanziamenti da parte delle famiglie e delle imprese (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*); in seguito vi hanno contribuito anche le politiche di offerta delle banche. Le risposte dei gruppi bancari italiani partecipanti all'indagine sul credito nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*) indicano che nel corso del 2008 gli intermediari hanno progressivamente inasprito le condizioni a cui vengono concessi i finanziamenti. Indicazioni analoghe provengono dall'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* sulle aspettative di crescita nell'industria e nei servizi. Alla maggiore prudenza degli intermediari hanno contribuito l'aumento della rischiosità della clientela, le difficoltà nel reperire fondi sui mercati all'ingrosso, l'aumento del costo della raccolta e, soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, i vincoli di bilancio derivanti dalle ridotte possibilità di autofinanziarsi e reperire capitale di rischio sul mercato. Nel primo trimestre del 2009 il numero di intermediari che hanno indicato un'ulteriore restrizione delle politiche di offerta si è ridotto significativamente, in connessione con le minori difficoltà nella provvista sui mercati all'ingrosso.

Riflettendo l'andamento dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, nel corso del 2008 si è registrata una progressiva riduzione della crescita dei finanziamenti con durata superiore a cinque anni. I prestiti a più breve termine, la cui dinamica è rimasta sostanzialmente stabile nei primi nove mesi dell'anno, hanno subito un forte rallentamento nel quarto trimestre, a seguito dell'acuirsi della crisi finanziaria e della maggiore esigenza di liquidità delle banche.

Il rallentamento del credito è stato maggiore al Centro Nord rispetto al Mezzogiorno, in particolare per i prestiti a famiglie consumatrici e a società finanziarie e assicurative (tav. 16.2). La decelerazione dei finanziamenti alle imprese nelle due aree è stata sostanzialmente analoga.

Tavola 16.2

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)									
PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			medio-grandi	piccole (2)					
					famiglie produttrici (3)				
Centro Nord									
2007 – dic.	8,6	6,1	12,4	13,9	6,1	5,5	10,8	3,8	11,1
2008 – mar.	6,6	14,7	12,1	13,6	5,8	4,6	9,2	7,4	11,7
giu.	9,3	6,3	11,4	12,8	5,0	3,3	8,0	10,3	9,9
set.	8,5	4,6	10,8	12,2	4,4	2,8	6,3	8,1	8,9
dic.	6,1	-0,1	7,3	8,3	2,5	1,6	4,8	6,0	5,7
2009 – mar.	6,2	-10,7	4,3	4,9	1,1	0,7	4,1	-0,5	2,7
Mezzogiorno									
2007 – dic.	-3,8	-7,3	10,6	11,5	8,1	6,9	12,9	11,7	10,4
2008 – mar.	-0,5	-4,2	10,4	11,5	7,6	6,2	11,4	23,1	10,1
giu.	-0,8	-1,2	10,6	12,1	6,7	5,3	10,8	25,1	10,0
set.	3,6	13,2	8,7	10,1	5,0	3,5	9,9	17,1	8,8
dic.	4,0	11,1	5,3	6,3	2,6	1,2	9,0	9,4	6,7
2009 – mar.	6,1	-0,9	3,6	4,6	1,1	0,0	7,4	8,3	5,2
ITALIA									
2007 – dic.	6,9	5,7	12,1	13,6	6,4	5,8	11,2	4,6	11,0
2008 – mar.	5,7	14,2	11,9	13,4	6,1	5,0	9,6	9,0	11,5
giu.	7,9	6,1	11,3	12,7	5,3	3,8	8,6	11,8	9,9
set.	8,0	4,8	10,5	12,0	4,5	3,0	7,1	9,1	8,8
dic.	5,9	0,1	7,0	8,1	2,5	1,5	5,7	6,4	5,8
2009 – mar.	6,2	-10,5	4,2	4,9	1,1	0,5	4,8	0,5	3,1

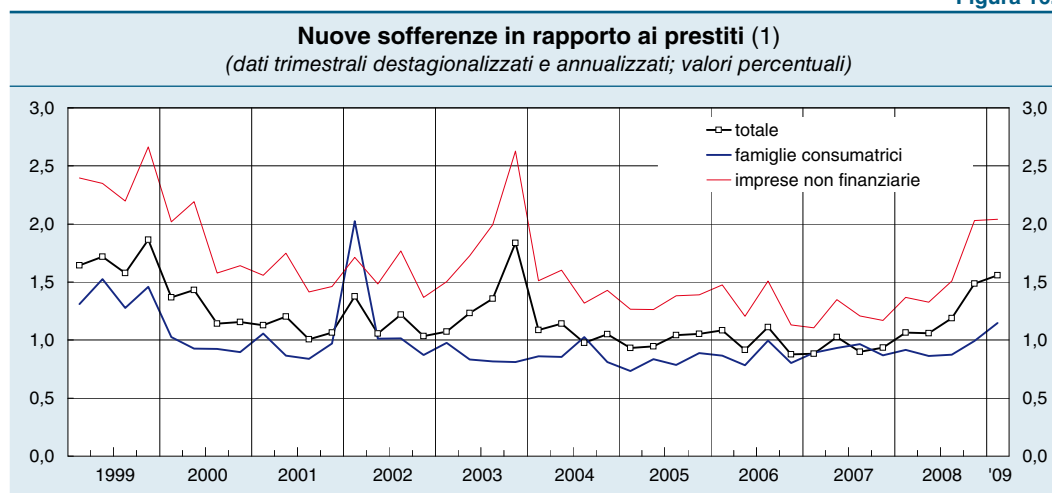
(1) Segnalazioni di vigilanza. I dati di marzo 2009 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni e riclassificazioni (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*). – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

La necessità di incrementare le attività stanziabili per operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema e di accrescere la quota di attività meno rischiose ha portato le banche ad aumentare i titoli in portafoglio. Alla fine del 2008 il valore dei titoli di debito emessi da soggetti residenti in Italia detenuti da banche italiane (esclusi quelli emessi da istituzioni finanziarie monetarie residenti in Italia) ammontava a 184 miliardi di euro, 41 miliardi in più rispetto all'anno precedente. Alla crescita hanno contribuito sia le operazioni di autcartolarizzazione, sia i titoli di Stato. Il rapporto tra le attività liquide (cassa e totale dei titoli diversi da azioni) e l'aggregato che le comprende insieme con i prestiti è aumentato al 10,1 per cento, dall'8,5 del 2007.

I rischi

Il rischio di credito e la qualità degli attivi. – La recessione ha iniziato ad avere ripercussioni sulla qualità del credito. Per le banche operanti in Italia il flusso di nuove sofferenze rettificato in percentuale dei prestiti complessivi è aumentato nel corso del 2008, registrando una significativa accelerazione negli ultimi due trimestri (fig. 16.6). La tendenza è stata confermata nel primo trimestre del 2009, quando il valore del flusso delle nuove sofferenze rettificato è stato di oltre 5 miliardi, pari, su base annua e al netto degli effetti stagionali, all'1,6 per cento dei prestiti non in sofferenza in essere alla fine del 2008. Tale rapporto era stato, nell'intero 2007, pari all'1,0 per cento; l'aumento è stato maggiore per le banche non appartenenti ai cinque maggiori gruppi.

Figura 16.6



Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.

(1) Flusso di sofferenze rettificate nel trimestre, annualizzato e rapportato ai prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente. Per la definizione di sofferenze rettificate cfr. nell' Appendice la voce del Glossario: Sofferenze rettificate. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente.

Nello scorso anno il deterioramento della qualità del credito è stato più intenso per i prestiti concessi alle imprese rispetto a quelli erogati alle famiglie (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). I tassi di insolvenza sono cresciuti di più nel Centro Nord rispetto al Mezzogiorno, in ragione della maggiore presenza di imprese esportatrici, più colpite dalla crisi.

La classificazione, da parte della Banca d'Italia, di un debitore tra quelli in sofferenza rettificata avviene sulla base dell'analisi della sua posizione nei confronti dell'intero sistema bancario, non di quella verso un singolo intermediario (cfr. nell'Appendice la voce del Glossario: Sofferenze rettificate). Nell'attuale fase ciclica, caratterizzata da un rapido deterioramento del merito creditizio della clientela, è frequente che un soggetto affidato da più banche venga segnalato in sofferenza solamente da una di esse, senza essere classificato tra quelli in sofferenza rettificata. Secondo le informazioni tratte dalla Centrale dei rischi, nel primo trimestre del 2009 sono stati segnalati per la prima volta in sofferenza da almeno una banca circa 1.500 soggetti, che non risultavano in sofferenza rettificata; la loro esposizione complessiva verso il sistema era di 1,4 miliardi (pari, su base annua, allo 0,4 per cento dei prestiti in essere alla fine del 2008). In considerazione della gravità della recessione in atto, è verosimile che una quota consistente di questi debitori venga classificata in sofferenza rettificata nei prossimi mesi.

Sulla base delle segnalazioni consolidate dei gruppi bancari italiani, nel 2008 l'ammontare delle esposizioni deteriorate verso clientela ordinaria (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturate, scadute o sconfinanti da oltre 180 giorni) è aumentato del 27,6 per

cento; ha inciso soprattutto la crescita delle posizioni verso debitori in temporanea difficoltà (incagli), superiore al 60 per cento. L'incidenza delle attività deteriorate sul totale delle esposizioni a clientela ordinaria è aumentata di oltre un punto percentuale, al 5,7 per cento (tav. 16.3). Il tasso di copertura, dato dal rapporto tra le svalutazioni effettuate e l'ammontare lordo delle esposizioni, si è ridotto al 46,1 per cento (62,8 per le sole sofferenze).

Tavola 16.3

Gruppi bancari: qualità degli attivi (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)	
	2008 (4)	di cui: quota verso residenti	2007	2008 (4)	2007	2008 (4)
Totale gruppi (5)						
Esposizioni in bilancio verso clientela	2.054.747	74,0	100,0	100,0	2,8	3,2
di cui: in bonis	1.937.311	73,5	95,4	94,3	0,5	0,6
di cui: deteriorate	117.436	81,7	4,6	5,7	49,4	46,1
esposizioni scadute e/o sconfinanti da più di 180 giorni	9.422	95,4	0,4	0,5	8,2	8,4
esposizioni ristrutturate	3.303	65,0	0,1	0,2	25,6	27,8
incagli	35.833	86,2	1,1	1,7	26,7	25,5
sofferenze	68.878	78,3	3,0	3,4	63,9	62,8
Esposizioni in bilancio verso banche	352.045	37,7			0,1	0,4
Esposizioni fuori bilancio	880.189	43,3			0,3	0,3
di cui: verso clientela	523.869	48,3			0,5	0,5
verso banche	356.321	35,9			..	..

(1) Segnalazioni di vigilanza consolidate dei soli gruppi bancari. 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.

L'aumento degli incagli e dei crediti scaduti indica che il deterioramento dell'attivo proseguirà nell'anno in corso. Il peggioramento è confermato anche da stime circa la probabilità di ingresso in sofferenza delle imprese entro la fine del 2009, che è aumentata rispetto a quella riferita all'anno precedente.

La stima della probabilità di ingresso in sofferenza delle imprese entro un anno utilizza indicatori di bilancio e di tensione finanziaria calcolati sulla base delle informazioni della Centrale dei rischi e dei bilanci delle imprese. Al complessivo aumento della probabilità contribuirebbero in particolare i comparti delle costruzioni e dei servizi. Nel confronto territoriale è risultata particolarmente in crescita la vulnerabilità delle imprese con sede nel Mezzogiorno e nel Nord Ovest.

Una stima, ottenuta commisurando all'intero anno l'esposizione complessiva dei soggetti entrati in sofferenza nel primo trimestre, indica che nel 2009 tali crediti supererebbero i 30 miliardi. Questo valore si confronta con i 18 miliardi registrati nel 2008 (6,5 dei quali solamente nel quarto trimestre) e i 13 nel 2007. Considerando anche una flessione del risultato di gestione, il manifestarsi di crediti in sofferenza di tale entità ridurrebbe in misura significativa la capacità di autofinanziamento delle banche.

Alla fine del 2008 l'ammontare dei 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 – era pari a 59,4 miliardi, il 2 per cento in più

rispetto a dicembre 2007. Il complesso dei grandi rischi è rimasto stabile in rapporto al patrimonio di vigilanza del sistema (circa il 30 per cento).

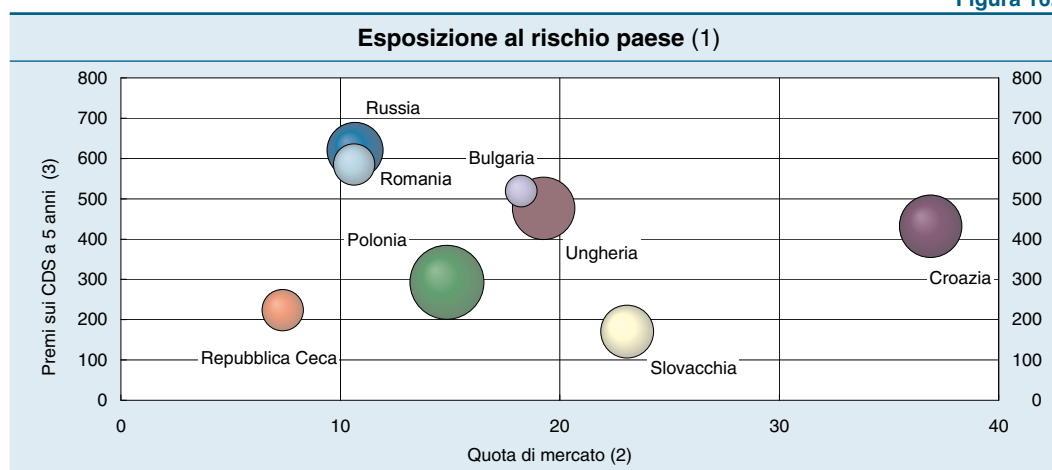
Il rischio paese. – A dicembre del 2008 l'esposizione in bilancio delle banche italiane e delle loro controllate estere verso i paesi definiti dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) come "in via di sviluppo" era di 152 miliardi, sostanzialmente invariata, al lordo delle variazioni dei cambi, rispetto alla fine del 2007; essa rappresentava il 5 per cento circa del totale dell'attivo del sistema bancario italiano.

Alla fine del 2008 l'esposizione in bilancio verso i paesi dell'Europa centro orientale (in larga parte rientranti tra i paesi in via di sviluppo) era pari a 148 miliardi, stabile sui valori di un anno prima. Per il complesso di questi paesi, la quota di mercato detenuta dal sistema bancario italiano, calcolata rispetto al totale dei paesi che segnalano alla BRI, era intorno al 13 per cento, la più elevata fra i paesi industriali, insieme a quella della Germania.

Le economie dell'Europa centro orientale stanno subendo gli effetti negativi degli squilibri macroeconomici accumulati in passato, che la crisi dei mercati finanziari internazionali ha reso evidenti soprattutto a partire dalla seconda metà del 2008 (cfr. il capitolo 2: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree). Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale divulgate in maggio, il quadro è caratterizzato da una marcata eterogeneità: la recessione sarebbe particolarmente forte nei paesi baltici, in Russia e in Ucraina; relativamente moderata in Bulgaria, Polonia e Slovacchia. Al peggioramento ciclico si associa un deterioramento della qualità del credito al settore privato, cresciuto a ritmi particolarmente sostenuti nel corso degli ultimi anni, con ripercussioni sulle banche estere maggiormente esposte verso i paesi di quell'area.

Per le banche italiane oltre il 40 per cento dell'esposizione verso l'Europa centro orientale è nei confronti di paesi quali Polonia, Repubblica Ceca e Slovacchia, per i quali le valutazioni di rischio espresse dal mercato (approssimate dai premi sui CDS per il debito sovrano) risultano relativamente poco elevate (fig. 16.7). Il deterioramento della qualità del credito è stato maggiore nelle economie con regimi di cambio flessibili, dove l'indebolimento delle valute locali ha reso più oneroso il servizio del debito in valuta estera o in valuta locale ma indicizzato ai tassi di cambio con valute estere; ciò accresce i rischi di controparte per le banche, dato che il rischio di cambio è in genere sopportato dai debitori.

Figura 16.7



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream, BRI e segnalazioni di vigilanza.

(1) La dimensione dei cerchi è proporzionale all'esposizione del sistema bancario italiano verso i paesi indicati. – (2) Quota di mercato rispetto ai paesi che riportano alla BRI; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Valori percentuali. – (3) Media dei primi quattro mesi del 2009; punti base.

L'esposizione verso alcuni grandi gruppi bancari esteri. – Secondo i risultati di una rilevazione della Banca d'Italia (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*), alla fine del 2008 l'esposizione complessiva delle banche italiane (attività finanziarie per cassa e fuori bilancio) verso grandi gruppi bancari esteri era pari a 155 miliardi di euro, il 5 per cento circa dell'attivo consolidato. Quasi il 50 per cento dell'esposizione complessiva era verso intermediari considerati dal mercato relativamente poco fragili (con premi sui CDS inferiori a 150 punti base); solo il 15 per cento dell'esposizione era verso gruppi esteri relativamente rischiosi (con premi sui CDS superiori a 300 punti base).

L'esposizione verso i prodotti ad alto rischio. – Per le banche italiane l'operatività in prodotti ad alto rischio (come i titoli connessi con operazioni di cartolarizzazione diverse da quelle proprie, i derivati su titoli strutturati e le esposizioni verso *monolines* assicurative) ha avuto tradizionalmente un peso limitato. A fronte del deterioramento subito dal comparto durante la crisi, gli intermediari hanno adottato misure di contenimento dell'esposizione attraverso l'imposizione di limiti operativi più stringenti, la graduale riduzione del portafoglio, l'assunzione di posizioni di copertura.

Alla fine del 2008 l'esposizione dei gruppi bancari italiani verso titoli strutturati derivanti da cartolarizzazioni diverse da quelle proprie ammontava a 23 miliardi, 9 miliardi in meno rispetto al 2007. Sulla base delle informazioni pubblicate in bilancio in applicazione delle raccomandazioni del Financial Stability Forum e delle rilevazioni svolte dalla Banca d'Italia, oltre la metà dell'esposizione è rappresentata da titoli con rating elevato connessi con la cartolarizzazione di mutui (residenziali e commerciali), ovvero con altre tipologie di prestiti concessi principalmente a residenti in Europa. La componente originata negli Stati Uniti, maggiormente interessata dalla crisi, è poco significativa. Le altre tipologie di strumenti ad alto rischio hanno un peso limitato nei bilanci.

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, anche esteri, detenute in portafoglio) risulta contenuto. A dicembre 2008 l'esposizione (non considerando le eventuali garanzie) si è ridotta a circa 3,6 miliardi, dai 4,3 della fine del 2007. Il calo è principalmente dovuto a una contrazione del credito erogato alle società di gestione del risparmio speculative. L'esposizione complessiva risultava particolarmente concentrata, essendo riconducibile per circa l'80 per cento a sei gruppi bancari; per essi l'incidenza sul patrimonio di vigilanza era mediamente del 7,3 per cento. L'investimento in quote di fondi (2,8 miliardi) rappresentava l'80 per cento circa dell'esposizione complessiva; l'incidenza sul portafoglio titoli era inferiore all'1 per cento.

La redditività

Nel 2008 i profitti dei gruppi bancari italiani hanno risentito, come in altri paesi, degli effetti della crisi finanziaria internazionale e del deterioramento del quadro macroeconomico globale.

Gli utili di bilancio si sono ridotti di quasi due terzi; il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è diminuito dal 12,8 al 4,8 per cento (tav. 16.4). Al netto delle componenti non ricorrenti connesse con alcune rilevanti operazioni di riassetto societario, gli utili si sono ridotti di oltre il 40 per cento e il ROE è passato dall'11,0 al 5,7 per cento.

Tavola 16.4

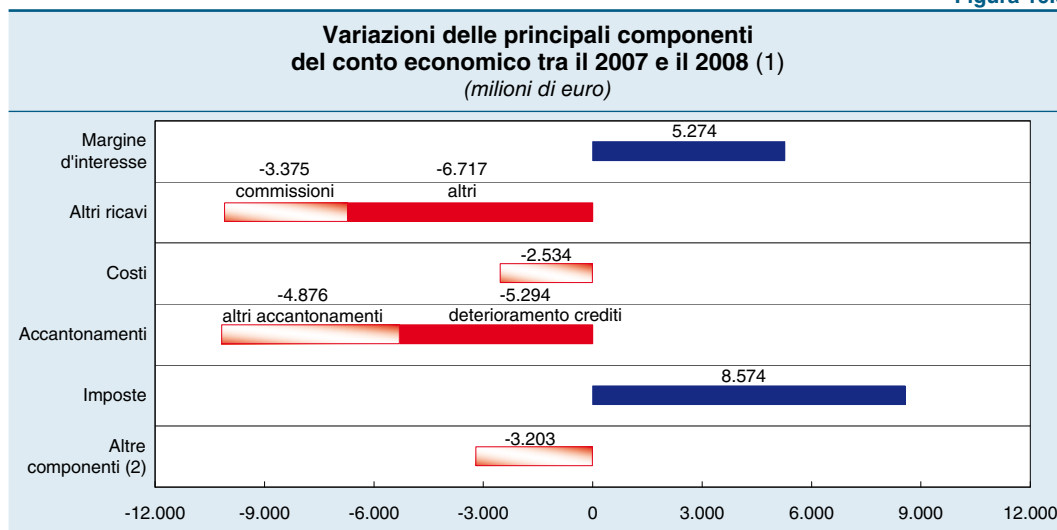
Conto economico consolidato dei gruppi bancari italiani (1) (valori in milioni di euro; tassi di crescita e indicatori in percentuale)						
VOCI	Totale gruppi			Maggiori gruppi (2)		
	2007	2008 (3)	Variazione	2007	2008 (3)	Variazione
Margine di interesse (a)	48.657	53.930	10,8	35.323	38.948	10,3
Altri ricavi (b)	37.370	27.278	-27,0	27.893	19.533	-29,9
di cui: commissioni	28.939	25.564	-11,7	21.699	18.859	-13,1
Margine di intermediazione (c=a+b)	86.028	81.208	-5,6	63.217	58.500	-7,5
Costi (d)	51.472	54.006	4,9	37.383	38.800	3,8
di cui: spese per il personale	29.658	30.397	2,5	21.803	21.844	0,2
Risultato di gestione (e=c-d)	34.556	27.203	-21,3	25.832	19.700	-23,7
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	10.083	20.253	100,9	7.587	14.990	97,6
di cui: per deterioramento di crediti	7.405	12.698	71,5	5.424	8.777	61,8
Risultato operativo netto (g=e-f)	24.474	6.950	-71,6	18.247	4.711	-74,2
Proventi straordinari (h)	1.717	1.568	-8,7	1.394	1.389	-0,4
Utile lordo (i=g+h)	26.190	8.518	-67,5	19.639	6.099	-68,9
Imposte (l)	9.224	650	-93,0	6.507	-951	-114,6
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	4.668	1.257	-73,1	4.661	1.245	-73,3
Utile di pertinenza di terzi (n)	1.360	1.004	-26,2	1.026	764	-25,6
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n)	20.274	8.122	-59,9	16.767	7.532	-55,1
Indicatori						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	43,4	33,6		44,1	33,4	
Cost-income ratio (4)	59,8	66,5		59,1	66,3	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	21,4	46,7		21,0	44,6	
ROE	12,8	4,8		14,3	5,9	
ROE al netto delle componenti non ricorrenti	11,0	5,7		11,8	7,1	

(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.

Valutato al netto delle componenti di reddito non ricorrenti, il peggioramento della redditività dei cinque maggiori gruppi è stato meno accentuato della media: gli utili si sono ridotti di circa un terzo; il ROE è diminuito dall'11,8 al 7,1 per cento. Il ROE medio dei maggiori gruppi bancari dell'area dell'euro è risultato di poco superiore al 3 per cento.

Sebbene significativa, la crescita del margine d'interesse non è stata tale da compensare la flessione degli altri ricavi (fig. 16.8). Riflettendo soprattutto le difficoltà nel comparto della gestione del risparmio, i ricavi da commissioni si sono ridotti dell'11,7 per cento; il risultato dell'attività di negoziazione, fortemente condizionato dall'andamento dei mercati finanziari internazionali, è significativamente peggiorato. Il margine d'intermediazione è diminuito del 5,6 per cento. Il contributo del margine d'interesse ai ricavi complessivi è salito dal 56,6 al 66,4 per cento.

Rispetto alle maggiori banche estere, le perdite registrate dai grandi gruppi italiani sui prodotti di credito strutturati e sugli altri strumenti finanziari colpiti dalla crisi sono risultate contenute. Le banche italiane ed estere che adottano i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) hanno potuto beneficiare delle modifiche in materia di classificazione degli strumenti finanziari, che hanno consentito di trasferire alcuni strumenti valutati al fair value in portafogli che non prevedono questo tipo di valutazione, attenuando l'impatto delle perdite nella seconda parte dell'anno. Per i maggiori gruppi italiani i benefici, in termini di minori perdite, sono risultati equivalenti a circa un quinto degli utili di bilancio.



Fonte: Segnalazioni di vigilanza consolidate dei soli gruppi bancari.

(1) Dati provvisori. – (2) Proventi straordinari, utile/perdita dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte e utile/perdita di pertinenza di terzi.

Il risultato di gestione si è ridotto del 21,3 per cento. Il rilevante aumento degli accantonamenti e delle rettifiche di valore, raddoppiati rispetto al 2007, è stato determinato sia dalle svalutazioni connesse con il deterioramento della qualità dei prestiti sia dalle rettifiche apportate al valore degli avviamenti iscritti in bilancio a seguito delle operazioni di concentrazione realizzate negli ultimi anni. La quota del risultato di gestione assorbita dalle svalutazioni su crediti è più che raddoppiata, passando dal 21,4 al 46,7 per cento.

La disciplina prudenziale sul patrimonio utile ai fini di vigilanza prevede, in Italia come negli altri paesi che hanno adottato gli accordi sul capitale definiti dal Comitato di Basilea, che il valore dell'avviamento venga dedotto in sede di calcolo del patrimonio di vigilanza. Le rettifiche successive alla procedura di revisione del valore dell'avviamento (impairment test), quindi, rappresentano un costo sul fronte del conto economico ma non riducono l'ammontare del patrimonio di vigilanza.

L'utile lordo è diminuito di oltre due terzi. La riduzione delle imposte è stata proporzionalmente maggiore in ragione delle modifiche apportate alla normativa tributaria in tema di rivalutazione degli avviamenti. Per i maggiori gruppi i benefici sono risultati equivalenti a circa due quinti degli utili di bilancio.

Il decreto legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito con la legge 28 gennaio 2009, n. 2, ha introdotto per tutte le imprese (e quindi anche per le banche) la facoltà di riallineare il valore fiscale dell'avviamento al valore di bilancio, previo pagamento di un'imposta sostitutiva inferiore a quella ordinaria. Per le imprese che hanno esercitato la facoltà di riallineamento si sono determinati contemporaneamente un onere immediato, pari all'imposta sostitutiva versata all'Erario, e un beneficio futuro realizzabile nell'arco di nove anni (il periodo di ammortamento fiscale dell'avviamento). Tra le diverse modalità di contabilizzazione in bilancio dei benefici futuri, le banche hanno potuto adottare quella che prevede la possibilità di contabilizzarne immediatamente il valore attuale.

La redditività delle banche non appartenenti a gruppi (escluse le filiali di banche estere) ha subito in misura minore gli effetti della crisi, benché gli utili al netto delle imposte si siano ridotti di quasi un quinto. Il ROE è sceso di poco più di 2 punti

percentuali, al 6 per cento. L'espansione del margine d'interesse e dei ricavi da commissioni ha permesso di aumentare il margine d'intermediazione del 4,3 per cento. In presenza di una sostenuta crescita dei costi operativi, il risultato di gestione si è ridotto del 6,2 per cento; il deterioramento della qualità degli attivi ha comportato un aumento delle rettifiche di valore su crediti analogo a quello dei gruppi bancari. Gli utili prima delle imposte si sono ridotti del 23,6 per cento.

Il patrimonio

Per il complesso dei gruppi e delle banche italiane nel 2008 le risorse patrimoniali sono rimaste ampiamente al di sopra dei minimi regolamentari, nonostante il difficile quadro congiunturale.

Alla fine dell'anno il patrimonio di vigilanza del sistema era pari a 204,6 miliardi, in aumento dell'1,4 per cento rispetto alla fine del 2007 (tav. 16.5). All'incremento di 2,9 miliardi hanno contribuito principalmente le emissioni di prestiti subordinati computati nel patrimonio supplementare. Il patrimonio di base, pari a 145,2 miliardi, è diminuito del 3,0 per cento: l'autofinanziamento, che ha in parte beneficiato delle misure sul riallineamento dell'avviamento a fini fiscali, non è stato tale da compensare l'effetto delle minusvalenze sui titoli disponibili per la vendita.

Tavola 16.5

Adeguatezza patrimoniale delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (dati di fine periodo in milioni di euro)				
VOCI	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2007	2008	2007	2008
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	10.804	10.893	6.841	8.025
Patrimonio di vigilanza	201.721	204.639	122.672	122.441
Coefficiente relativo al core tier 1 (valori percentuali)	7,2	7,0	5,7	5,8
Coefficiente relativo al tier 1 (valori percentuali)	7,7	7,6	6,4	6,7
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	10,4	10,8	9,5	10,4
Leva finanziaria (3) (4)	20	22	25	27
Eccedenze patrimoniali	47.550	54.916	19.912	28.857

(1) Segnalazioni di vigilanza 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 a dicembre 2008. – (3) Rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base (tier 1). – (4) Dati provvisori.

Le attività ponderate per il rischio si sono ridotte del 2,2 per cento, per effetto di una ricomposizione dei portafogli verso attività meno rischiose.

Il coefficiente di patrimonializzazione complessivo, dato dal rapporto tra il patrimonio di vigilanza (incluso il tier 3) e le attività ponderate per il rischio, è aumentato di quattro decimi di punto, al 10,8 per cento. Quello relativo al patrimonio di base (tier 1 ratio) è diminuito di un decimo di punto, al 7,6 per cento; il core tier 1

ratio, che si riferisce alle sole componenti con più elevata capacità di assorbimento delle perdite, si è ridotto di due decimi di punto, al 7,0 per cento.

Per i maggiori gruppi tutti gli indicatori di patrimonializzazione sono aumentati: il coefficiente complessivo di nove decimi di punto, al 10,4 per cento; il tier 1 ratio di tre decimi di punto, al 6,7 per cento; il core tier 1 ratio di un decimo di punto, al 5,8 per cento. L'incremento dei coefficienti è riconducibile principalmente alla decisione delle banche di ridurre o eliminare del tutto la distribuzione degli utili, ovvero di distribuirli in forma di azioni.

Nel confronto internazionale i coefficienti di patrimonializzazione dei maggiori gruppi italiani appaiono più bassi, ma, a differenza di quanto accaduto in quasi tutti gli altri principali paesi, gli intermediari italiani non hanno ancora beneficiato di interventi di ricapitalizzazione pubblica. Il divario riflette anche differenze nella normativa prudenziale, che in Italia è per alcuni aspetti più severa. La possibilità di computare strumenti ibridi di capitale nel patrimonio di base è soggetta a limiti mediamente più stringenti rispetto a quanto si osserva all'estero; inoltre, nella fase di passaggio a Basilea II, per le banche italiane che hanno adottato i metodi interni di calcolo dei requisiti patrimoniali sono stati talvolta fissati limiti alla possibile riduzione delle attività ponderate per il rischio più severi di quelli previsti a livello internazionale. La leva finanziaria dei maggiori gruppi bancari italiani è inoltre considerevolmente inferiore a quella delle principali banche dell'area dell'euro: 27 contro 33.

Qualora venissero realizzate le operazioni di ricapitalizzazione mediante strumenti finanziari sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle finanze finora note (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*), il coefficiente di patrimonializzazione dei cinque maggiori gruppi aumenterebbe, in media, di circa un punto percentuale rispetto alla situazione in essere a dicembre 2008; ciò ridurrebbe il divario con le principali banche internazionali.

Il coefficiente di patrimonializzazione di alcune tra le maggiori banche italiane è già cresciuto, nei primi mesi del 2009, a seguito di operazioni di aumento di capitale privato.

Le prove di stress sul sistema bancario italiano

Le prove di stress hanno l'obiettivo di fornire una valutazione della resistenza del sistema bancario a shock ipotetici molto severi, benché plausibili. Quest'anno gli esercizi di stress, realizzati in maggio, hanno riguardato i rischi di credito e di liquidità.

Il rischio di credito. – Le simulazioni condotte sul sistema bancario italiano stimano l'impatto del deterioramento della qualità del credito che si verificherebbe nel biennio 2009-2010 in condizioni macroeconomiche più avverse di quelle attualmente previste; in particolare, in uno scenario ipotetico la contrazione del PIL in termini reali sarebbe, nel biennio, di quasi 3 punti percentuali superiore a quella prevista dalle principali organizzazioni internazionali (FMI e OCSE).

L'esercizio valuta le perdite su crediti che si realizzerebbero sull'esposizione verso le famiglie e le imprese italiane. Il forte deterioramento dell'economia determinerebbe un aumento del rapporto tra nuove sofferenze e impieghi dall'1,4 per cento osservato per

il 2008 al 3,7 sia nel 2009 sia nel 2010. Nel biennio le perdite su crediti si attesterebbero a 50 miliardi. La parte di perdite non coperta dal risultato di gestione, che nello scenario più severo è ipotizzato in flessione rispetto ai valori registrati nel 2008, sarebbe pari a circa un quinto delle eccedenze patrimoniali del sistema alla fine del 2008, che ammontavano a 54,9 miliardi.

In previsione di esercizi di stress coordinati a livello europeo, ai principali gruppi bancari è stato chiesto di condurre proprie simulazioni sulla base dei modelli interni e di scenari macroeconomici uniformi, finalizzati anche a valutare la qualità delle esposizioni nei confronti di residenti all'estero.

Il rischio di liquidità. – Per dieci grandi gruppi bancari sono disponibili le prime evidenze relative all'impatto di una crisi di liquidità della durata di un mese. È stato ipotizzato che difficoltà severe si manifestino simultaneamente su diversi mercati di approvvigionamento, compresi quello interbancario e quello della raccolta al dettaglio. Si verificherebbe, inoltre, un incremento degli utilizzi delle linee di credito accordate a famiglie e imprese, connesso con l'ipotesi di un aumento del fabbisogno di risorse finanziarie.

I giorni di sopravvivenza (cioè il periodo in cui il gruppo può gestire le tensioni di liquidità autonomamente, sulla base delle proprie riserve liquide prontamente disponibili) sarebbero in media lievemente superiori alla durata della crisi. I gruppi più grandi mostrerebbero una capacità di resistenza agli shock particolarmente elevata, anche grazie alla diversificazione delle fonti di raccolta, in Italia e all'estero, e alla disponibilità di attività da stanziare nelle operazioni con l'Eurosistema. La Vigilanza sta ponendo particolare attenzione all'esigenza di un finanziamento equilibrato delle attività a lungo termine e all'adeguatezza dello stock di attività prontamente liquidabili.

17. LA GESTIONE DEL RISPARMIO E GLI INTERMEDIARI NON BANCARI

Nel 2008 il settore del risparmio gestito in Italia ha registrato un deflusso netto di risorse per 137 miliardi di euro, contro i 75 del 2007. Come nell'anno precedente, il fenomeno ha riguardato tutti i principali comparti: fondi comuni, gestioni patrimoniali e polizze vita (tav. 17.1). Le attività in gestione sono diminuite del 19 per cento, a 833 miliardi, anche a causa della caduta dei corsi azionari; in rapporto al PIL sono scese dal 66 al 53 per cento. Il peso del risparmio gestito dagli operatori del settore sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane si è ridotto, dal 27,5 al 24,3 per cento.

Tavola 17.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		Quote percentuali	
	2007	2008 (1)	2007	2008 (1)	2007	2008 (1)
Fondi comuni (2)	-50.537	-79.974	349.290	243.766	26,2	22,2
Assicurazioni (3)	-13.043	-10.725	423.735	400.520	31,7	36,4
Fondi pensione (4)	4.028	1.482	39.129	40.611	2,9	3,7
Gestioni patrimoniali	-24.239	-88.016	522.853	414.111	39,2	37,7
Totale	-83.791	-177.233	1.335.008	1.099.007	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	-74.709	-136.595	1.023.839	833.376	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>-4,8</i>	<i>-8,7</i>	<i>66,3</i>	<i>53,0</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.
 (1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di riassicurazione che hanno sede legale in altri paesi della UE. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

Risultati finanziari negativi e l'aumento dell'avversione al rischio dei risparmiatori hanno determinato una significativa ricomposizione del risparmio delle famiglie italiane dai prodotti in gestione ad altre forme di investimento, tra cui i titoli direttamente emessi dal settore bancario. Vi ha contribuito una strategia di raccolta delle banche volta a orientare la clientela verso i propri prodotti.

Il deflusso di risparmio dai fondi comuni aperti, in atto da diversi anni, si è accentuato e ha interessato sia i fondi di diritto italiano sia quelli istituiti all'estero da intermediari italiani. La raccolta netta è risultata negativa anche tra i fondi monetari e tra quelli speculativi, che nel 2007 avevano registrato un afflusso di nuove risorse. È proseguita l'espansione dei fondi chiusi immobiliari.

Riscatti netti si sono registrati anche per le gestioni patrimoniali e per le polizze assicurative del ramo vita. Tra queste ultime, si sono ridotti i premi delle polizze unit e index-linked, mentre sono cresciuti quelli delle polizze rivalutabili.

Nel comparto del risparmio previdenziale, i fondi pensione hanno conseguito in media rendimenti negativi; le linee di investimento più esposte al mercato azionario hanno subito perdite rilevanti. Il patrimonio amministrato è cresciuto, pur in misura contenuta, grazie all'afflusso di nuove risorse.

Gli intermediari non bancari hanno risentito degli effetti della crisi finanziaria e del rapido peggioramento dell'attività economica. I risultati di bilancio sono stati influenzati dal ridimensionamento delle masse gestite, dalla caduta dei prezzi delle attività e dal deterioramento della qualità degli attivi. L'efficienza operativa, misurata dal rapporto tra costi e ricavi, è peggiorata o è rimasta invariata. La contrazione degli utili è stata marcata. Il grado di patrimonializzazione si è comunque mantenuto al di sopra dei requisiti prudenziali.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2008 il deflusso netto di risorse dai fondi comuni italiani si è accentuato rispetto all'anno precedente, passando da 51 a 80 miliardi; i riscatti netti sono cresciuti notevolmente anche tra i fondi istituiti all'estero da intermediari italiani (da 3 a 34 miliardi; tav. 17.2).

Tavola 17.2

Fondi comuni: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta (3)	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Fondi aperti armonizzati	802	655	260.263	179.387	-51.664	-65.337
Azionari	309	232	50.427	21.938	-16.888	-12.031
Bilanciati	59	74	23.890	14.579	-7.308	-8.097
Obbligazionari	281	202	92.157	71.976	-29.260	-26.955
Monetari	37	35	71.068	56.978	2.128	-10.966
Flessibili	116	112	22.722	13.915	-336	-7.288
Fondi aperti non armonizzati	447	411	63.558	35.019	-1.314	-18.186
Fondi aperti speculativi	242	249	30.393	16.638	5.354	-6.335
di cui: <i>fondi di fondi</i>	220	217	28.392	15.081	4.837	-4.179
Altri tipi di fondi aperti	205	162	33.165	18.381	-6.668	-11.851
di cui: <i>fondi di fondi</i>	115	87	12.570	6.000	-5.392	-6.247
Totale fondi aperti	1.249	1.066	323.821	214.406	-52.978	-83.523
Fondi chiusi mobiliari (4)	98	116	3.973	4.894	296	11
di cui: <i>riservati</i>	86	100	3.478	4.598	547	158
Fondi chiusi immobiliari	172	229	21.496	24.466	2.145	3.538
di cui: <i>riservati</i>	143	201	13.961	17.474	1.974	3.727
Totale fondi chiusi	270	345	25.469	29.360	2.441	3.549
Totale	1.519	1.411	349.290	243.766	-50.537	-79.974
<i>Per memoria:</i>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (5)	784	785	200.947	139.690	-2.888	-33.861
di cui: <i>speculativi</i>	28	28	7.143	4.862	685	-814

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) Con riferimento ai fondi chiusi, la raccolta netta è calcolata come differenza tra gli impegni di sottoscrizione raccolti e gli eventuali rimborsi effettuati dalle SGR, risultanti dalle segnalazioni di vigilanza. – (4) Sono inclusi sette fondi *side pockets*. – (5) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda. 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.

Tra i fondi aperti di diritto italiano i riscatti netti di quote hanno interessato tutte le principali categorie; a differenza dell'anno precedente, i fondi monetari e quelli speculativi hanno registrato deflussi considerevoli, che hanno raggiunto un picco nel quarto trimestre dell'anno, con l'acuirsi della crisi. In controtendenza rispetto ai fondi aperti, i fondi chiusi immobiliari hanno registrato un aumento considerevole della raccolta netta, da 2,1 a 3,5 miliardi, grazie all'avvio di nuove iniziative nel comparto dei fondi riservati a investitori qualificati. Si è invece pressoché annullata la raccolta dei fondi chiusi mobiliari (fondi di private equity).

Riscatti cospicui o una drastica riduzione della raccolta dei fondi comuni si sono registrati anche negli altri principali paesi (tav. 17.3). Per il complesso dell'area dell'euro, i fondi armonizzati – per i quali sono disponibili dati omogenei – hanno subito deflussi pari a 334 miliardi; il patrimonio è sceso del 29 per cento, a 3.658 miliardi. Tra i fondi armonizzati, quelli di diritto lussemburghese, che nel 2007 avevano registrato una raccolta positiva, hanno segnato un deflusso di 106 miliardi di euro. Nel Regno Unito la raccolta netta dei fondi armonizzati è risultata pressoché nulla (-1,4 miliardi); si è ridotta drasticamente negli Stati Uniti, da 641 a 280 miliardi.

A fronte del forte deflusso netto di risorse, i fondi comuni armonizzati italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 33 miliardi. Per effetto degli smobilizzi e del forte calo dei corsi azionari, la quota delle azioni nel portafoglio dei fondi comuni armonizzati ha continuato a ridursi, passando dal 27,5 al 16,6 per cento, a vantaggio dei titoli di Stato italiani, il cui peso è salito dal 37,6 al 45,8 per cento.

Tavola 17.3

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	2007	-51.664	-13.642	-28.800	188.488	-3.838	37.955	4.595	640.553	
	2008	-65.337	-18.564	-44.900	-106.040	-33.047	-333.850	-1.387	279.644	
Azionari	2007	-16.888	-7.148	-3.200	-4.334	-6.397	-65.099	-8.309	67.002	
	2008	-12.031	-5.336	-10.700	-86.194	-9.241	-152.877	-5.672	-159.090	
Bilanciati (4)	2007	-7.644	3.903	8.900	139.946	8.565	-75.368	9.800	16.042	
	2008	-15.385	11.323	-53.700	8.200	-650	-180.228	4.642	-14.548	
Obbligazionari	2007	-29.260	-5.856	-18.600	2.299	-7.100	125.483	1.265	78.657	
	2008	-26.955	-12.899	-22.200	-93.675	-23.312	-62.050	2.420	21.121	
Monetari	2007	2.128	-4.541	-15.900	50.577	1.094	52.939	1.838	478.852	
	2008	-10.966	-11.653	41.700	65.629	156	61.305	-2.777	432.162	
Patrimonio netto di fine anno (in miliardi di euro)										
Totale	2007	260	266	1.352	2.470	195	5.135	685	8.165	
	2008	179	185	1.143	1.855	135	3.658	396	6.898	
<i>in % del PIL</i>	2007	16,8	11,0	71,4	–	–	57,5	36,9	81,4	
	2008	11,4	7,4	58,7	–	–	39,7	22,0	67,3	

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) I dati non includono il Belgio, l'Irlanda, la Slovenia, la Slovacchia, Cipro e Malta. – (4) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

Alla fine del 2008 il patrimonio netto dei fondi comuni italiani e di quelli esteri facenti capo a gruppi italiani ammontava, rispettivamente, a 244 e 140 miliardi, in calo di circa il 30 per cento rispetto ai valori di un anno prima. La riduzione è stata maggiore per i fondi azionari (57 per cento) e per quelli speculativi (45 per cento), anche per effetto della perdita di valore delle attività in portafoglio. Il patrimonio netto dei fondi chiusi immobiliari è invece cresciuto del 14 per cento, a 24,5 miliardi, pari al 10 per cento del patrimonio complessivo dei fondi italiani.

Il consistente deflusso netto di risparmio dal settore dei fondi comuni è in larga parte riconducibile all'impatto della crisi finanziaria sulle scelte di investimento delle famiglie. L'andamento negativo dei mercati azionari e una maggiore avversione al rischio hanno indotto i risparmiatori a riscattare quote di fondi esposti al comparto azionario e a investire in attività meno rischiose. Allo stesso tempo, i rendimenti assai contenuti dei fondi obbligazionari e monetari hanno spinto i risparmiatori a preferire attività che offrivano rendimenti più elevati a fronte di un rischio comunque ritenuto contenuto (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). La politica di offerta delle banche, volta a potenziare la raccolta presso la clientela, ha fatto sì che il risparmio fuoriuscito dai fondi comuni sia stato quasi interamente investito in prodotti di origine bancaria, quali le obbligazioni e i depositi (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Nel 2008 è diminuita la quota della raccolta lorda del totale dei fondi aperti effettuata attraverso le reti bancarie, dal 79 al 76 per cento, a fronte di un aumento della quota della raccolta realizzata tramite le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio e altri canali di distribuzione.

Il settore dei fondi comuni ha registrato la concorrenza anche di altri prodotti del risparmio gestito, quali gli exchange traded funds (ETF), che presentano costi di gestione significativamente inferiori, e alcune tipologie di polizze assicurative che, pur avendo un minore grado di liquidità, offrono garanzie di rendimento o di restituzione del capitale investito. Il mercato degli ETF e degli altri fondi quotati alla borsa italiana ha continuato a crescere. Il numero di questi prodotti è aumentato nell'anno da 208 a 326; la loro capitalizzazione di borsa da 46 a 64 miliardi. Nel 2008 il valore delle contrattazioni ha raggiunto 48 miliardi (32 nel 2007).

Le difficoltà del settore dei fondi comuni italiani hanno anche origini strutturali e regolamentari. Nel rapporto redatto dal gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani – costituito su iniziativa della Banca d'Italia nel febbraio del 2008 – si individuavano tre fattori principali alla base della crisi dei fondi comuni: una struttura distributiva prevalentemente incentrata su banche e intermediari controllati da gruppi bancari, asimmetrie nella regolamentazione in materia di trasparenza rispetto ad altri prodotti finanziari e un regime di tassazione dei fondi comuni italiani meno favorevole rispetto a quello dei fondi esteri.

Nel rapporto si sottolinea la necessità di sviluppare reti distributive più diversificate e aperte a prodotti offerti da più società di investimento. Si individuano inoltre misure volte a valorizzare il ruolo dei consulenti indipendenti, al fine di migliorare la qualità dei servizi resi alla clientela.

Le asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza tra i fondi comuni e altri prodotti finanziari, quali le obbligazioni strutturate e le polizze vita, sono state sostanzialmente eliminate dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104. Questa, nell'ambito della normativa di recepimento della direttiva MiFID, stabilisce le linee di condotta che gli intermediari devono seguire nel collocamento di prodotti con un basso grado di liquidità al fine di fornire al cliente informazioni corrette sul valore di acquisto e di vendita del prodotto distribuito e sui costi sopportati dal sottoscrittore.

La crisi finanziaria ha riproposto il problema della fiscalità dei fondi comuni d'investimento. Il meccanismo di prelievo fiscale basato sul maturato ha infatti determinato l'accumularsi di un ingente risparmio di imposta in molti fondi azionari, a seguito delle cospicue minusvalenze registrate nel corso dell'anno. Tale "risparmio" rappresenta una posta illiquida dell'attivo, non produttiva di reddito, che limita l'efficiente gestione dei portafogli.

L'offerta di fondi. – Nel 2008 è proseguita in Italia la fase di contrazione dell'offerta di fondi aperti, soprattutto per effetto di operazioni di aggregazione tra alcune società del settore (cfr. il capitolo 18: *La struttura degli intermediari bancari e finanziari*). Il numero dei fondi aperti si è ridotto del 15 per cento; rispetto agli anni passati la contrazione ha interessato anche i fondi non armonizzati e si è accentuata per i fondi obbligazionari e azionari (tav. 17.2). Ha invece continuato a espandersi l'offerta di fondi chiusi, soprattutto immobiliari.

Negli ultimi anni l'offerta di fondi esteri commercializzati in Italia si è ampliata notevolmente, anche grazie alle recenti innovazioni normative. Vi ha contribuito la strategia degli intermediari italiani, volta a favorire il collocamento di fondi di società controllate insediate in altri paesi, dove è più favorevole la tassazione del reddito di impresa. Secondo dati della società Morningstar, tra il 2003 e il 2008 il numero dei fondi aperti acquistabili in Italia è cresciuto nel complesso di circa il 50 per cento; tra questi, si è ridotto il numero dei fondi offerti da società di gestione italiane (-19 per cento), mentre sono aumentati quelli di società domiciliate in altri paesi, facenti capo sia a gruppi italiani sia a gruppi esteri (rispettivamente 40 e 64 per cento).

Rispetto alle società estere, la gamma di offerta delle società di gestione italiane risulta meno ampia, in termini di varietà degli obiettivi di investimento dei singoli fondi. In particolare, nel 2008 le società di gestione italiane offrivano fondi appartenenti a 61 delle 147 categorie della classificazione Morningstar, un valore nettamente inferiore a quello relativo a società estere appartenenti a intermediari italiani (90) e a società francesi, tedesche e inglesi (rispettivamente 95, 81 e 80).

La dimensione media dei fondi aperti è diminuita da 259 a 201 milioni di euro, nonostante il processo di ristrutturazione dell'offerta, volto alla chiusura o all'accorpamento di fondi con dimensione non efficiente.

I rendimenti e le commissioni. – Nel 2008 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato negativo, risentendo del calo delle quotazioni azionarie sui principali mercati internazionali. Il valore dell'indice generale si è ridotto del 9,0 per cento, un valore prossimo a quelli registrati nel biennio 2001-02, durante la precedente crisi dei mercati azionari (tav. 17.4). I valori delle quote sono calati in misura marcata tra i fondi azionari, bilanciati e flessibili (rispettivamente del 35,9, 13,6 e 9,1 per cento); rendimenti positivi, sebbene contenuti rispetto a quelli di investimenti comparabili, sono stati invece rilevati nei comparti obbligazionario e monetario (2,0 e 2,3 per cento, rispettivamente).

Le commissioni totali (di gestione, di incentivo, alla banca depositaria, di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che ricadono sui sottoscrittori – sono diminuite da 3,8 a 2,6 miliardi. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è rimasta sostanzialmente stabile, all'1,7 per cento, interrompendo la tendenza al ribasso degli ultimi anni (fig. 17.1). Il calo delle commissioni di incentivazione (dallo 0,05 allo 0,02) è stato bilanciato dall'aumento delle commissioni di gestione (dall'1,07 all'1,12); sono rimaste stabili le altre tipologie. Secondo dati di Borsa Italiana, alla fine dello scorso aprile le commissioni totali annue gravanti sui sottoscrittori di ETF erano in media pari allo 0,43 per cento del patrimonio netto del fondo.

Tavola 17.4

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
2008	-9,0	-35,9	-13,6	2,0	-46,1	-37,7	5,5	2,0	4,0	17,0

(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.

Per i fondi azionari, bilanciati e obbligazionari l'incidenza delle commissioni totali medie sul patrimonio è rimasta pressoché invariata, rispettivamente al 2,41, 1,74 e 1,17 per cento; è invece aumentata per i fondi flessibili e monetari, rispettivamente all'1,75 e allo 0,66 per cento (1,61 e 0,56 nel 2007).

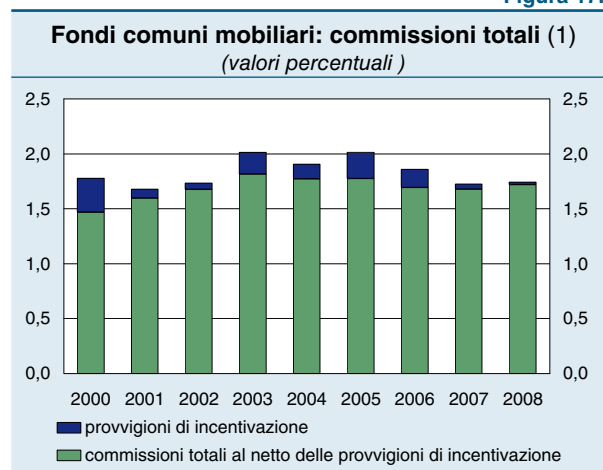
I fondi immobiliari destinati al pubblico. – Alla fine del 2008 in Italia erano presenti 28 fondi immobiliari destinati al pubblico, che amministravano un patrimonio di circa 7 miliardi, pari al 29 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi immobiliari italiani. L'indice di capitalizzazione del settore, relativo ai 22 fondi quotati in borsa, ha subito una marcata flessione dalla seconda metà del 2007, a seguito anche della crisi dei mercati finanziari (fig. 17.2).

I fondi immobiliari al dettaglio quotati in borsa presentano volumi di scambi ridotti. Ciò potrebbe rendere particolarmente penalizzante per il sottoscrittore la liquidazione delle quote in determinate condizioni di mercato.

Il prezzo di mercato delle quote dei fondi immobiliari risulta notevolmente scontato rispetto al valore delle quote calcolato in base al patrimonio netto contabile. Un'analisi condotta sui fondi immobiliari quotati indica che nel corso del 2008 tale sconto è aumentato notevolmente: alla fine dello scorso anno esso era pari al 48 per cento del valore contabile, contro una media del 27 per cento tra il 2003 e il 2008. Esso tende ad aumentare nelle fasi negative dei mercati azionari, al crescere dell'indebitamento del fondo e al ridursi del volume degli scambi.

I rischi dei fondi immobiliari al dettaglio possono essere amplificati dal ricorso alla leva finanziaria, in media non elevata (pari a 1,4). Tali fondi fanno un uso limitato di finanziamenti a breve o aventi clausole che ne impongono il rimborso anticipato al deteriorarsi di determinati indicatori di equilibrio finanziario (*covenants*). In particolare, alla fine del 2008 solo 2 fondi su 28 (aventi patrimonio netto complessivo inferiore al 10 per cento del totale) risultavano aver fatto ricorso a finanziamenti a breve, nessuno a finanziamenti con clausole di rimborso anticipato. Tuttavia, in mancanza di un'adeguata programmazione degli smobilizzi, gli obblighi di rimborso delle quote alla scadenza dei fondi possono generare situazioni di difficoltà (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

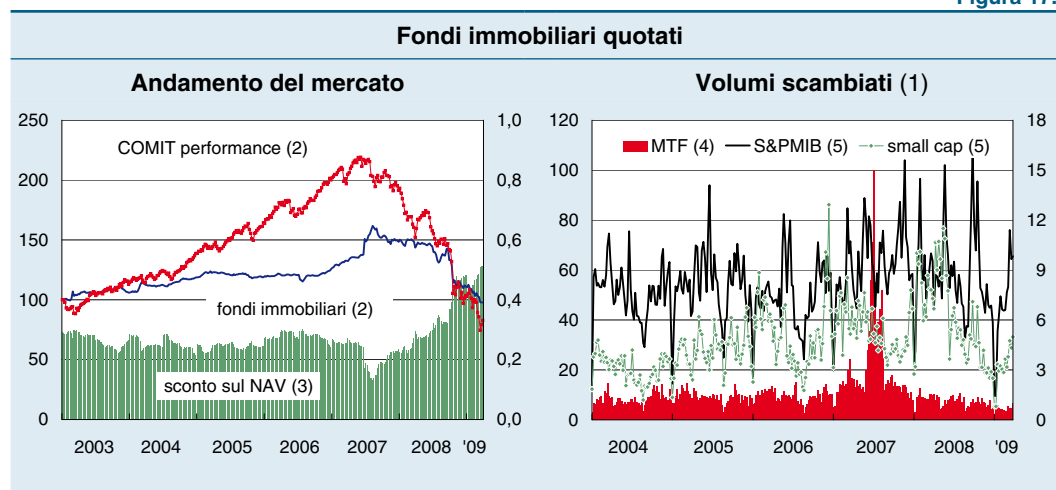
Figura 17.1



(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 ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Al fine di misurare gli effetti di un calo dei prezzi degli immobili sull'andamento di lungo periodo dei fondi immobiliari al dettaglio è stato condotto un esercizio di simulazione (*stress test*), volto a stimare l'ipotetica svalutazione dell'attivo immobiliare che annullerebbe il rendimento ottenuto dai sottoscrittori dei fondi. Quest'ultimo è definito come la differenza tra il valore contabile del fondo a fine 2008 (incrementato dalle somme distribuite nel tempo dai fondi a titolo di dividendo o di rimborso quote) e il valore delle quote sottoscritte in sede di collocamento. Per 6 fondi su 28 (pari al 13 per cento del totale del patrimonio netto del comparto) una ipotetica flessione dei prezzi degli immobili del 10 per cento eroderebbe interamente tale rendimento. I risultati della simulazione assumono che la durata dell'investimento coincida con la vita del fondo e non tengono conto né di possibili errori di stima delle valutazioni degli immobili, né del reinvestimento dei dividendi.

Figura 17.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Rapporto tra volumi scambiati settimanalmente e capitalizzazione di mercato. – (2) Confronto tra l'andamento degli indici di capitalizzazione dei fondi immobiliari e del mercato azionario italiano (Comit performance). L'indice dei fondi immobiliari è stato calcolato utilizzando le quotazioni sul segmento MTF di Borsa Italiana, le capitalizzazioni, i dividendi e i rimborsi di quota (scala di sinistra). – (3) Media, ponderata con la capitalizzazione, dello sconto del prezzo di borsa dei fondi rispetto al valore contabile (scala di destra). – (4) Fondi immobiliari quotati sull'MTF (scala di destra). – (5) Società italiane quotate appartenenti all'indice S&PMIB e società a bassa capitalizzazione (scala di sinistra).

I fondi immobiliari destinati al pubblico presentano caratteristiche di rischiosità inferiori rispetto ai fondi immobiliari riservati e speculativi. Questi ultimi sono infatti caratterizzati da una leva finanziaria più elevata (rispettivamente 1,67 e 3,36), da minori vincoli alla diversificazione del portafoglio e dall'utilizzo di prestiti con clausole di rimborso anticipato.

I fondi mobiliari aperti speculativi. – Alla fine del 2008 il patrimonio netto dei fondi mobiliari speculativi italiani (hedge fund) era pari a 16,6 miliardi, il 6,8 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni italiani.

Per effetto delle ingenti richieste di rimborso da parte degli investitori, nell'ultimo trimestre del 2008 i fondi speculativi italiani, al pari di quelli internazionali, hanno sofferto gravi problemi di liquidità. In particolare, i fondi di fondi speculativi hanno risentito dei vincoli al rimborso imposti dai gestori dei fondi detenuti in portafoglio (fondi *target*). Per far fronte a questa situazione negli ultimi mesi dello scorso anno è stato consentito anche ai gestori italiani di adottare misure volte a graduare nel tempo i flussi di riscatto (*gates*) o a trasferire le attività illiquide in fondi chiusi appositamente costituiti (*side pockets*; cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

I fondi mobiliari speculativi italiani presentano alcune specificità rispetto al modello tipico dei fondi hedge: la soglia di accesso risulta particolarmente elevata (500.000 euro); la normativa prevede la presenza di una banca depositaria con responsabilità di verifica della legittimità dell'operato del gestore e della correttezza del valore della quota, in analogia con quanto previsto per i fondi comuni in generale; infine, oltre il 90 per cento dei fondi è costituito da strumenti che investono in quote di altri fondi (fondi di fondi), che risultano in genere diversificati in relazione alla varietà delle strategie operative adottate dai singoli fondi target. I fondi di fondi pongono problemi di trasparenza che richiedono chiarezza in materia di strategie adottate, di criteri di due diligence e di scelta dei fondi target. I fondi di fondi hanno una bassa leva finanziaria (circa 1,1), anche se la leva implicita, calcolata a livello di fondi target, può risultare elevata.

I principali fondi italiani presentavano nell'ottobre del 2008 tempi di rimborso delle quote dei fondi target pari in media a 97 giorni. Uno stress test condotto in tale data ha evidenziato che il numero di fondi con problemi di rimborso sarebbe stato contenuto (circa l'8 per cento del totale) nell'ipotesi vi fossero state richieste di riscatto non superiori al 30 per cento del patrimonio, mentre sarebbe aumentato rapidamente per richieste di riscatto superiori a tale soglia.

Le gestioni patrimoniali

Nel 2008 le gestioni patrimoniali hanno registrato riscatti netti per 88 miliardi, a fronte di 24 nel 2007. Il controvalore complessivo delle attività gestite è sceso del 21 per cento, a 414 miliardi. Il forte deflusso netto di risorse ha riguardato le attività gestite sia dalle banche sia dalle SGR.

La raccolta netta del settore ha risentito, al pari degli altri comparti del risparmio gestito, di risultati finanziari deludenti. Nel 2008 il rendimento, misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, è risultato negativo (-4,0 per cento); era stato pressoché nullo nel 2007. Le perdite sono state più contenute rispetto a quelle conseguite dai fondi comuni a causa della bassa incidenza delle azioni nel portafoglio.

A fronte dei cospicui deflussi di risorse, le gestioni patrimoniali hanno effettuato vendite nette per 78 miliardi. Gli smobilizzi sono stati maggiori per le quote di fondi comuni, sia italiani sia esteri. Nel corso del 2008 il peso delle quote dei fondi comuni

nel portafoglio è sceso sensibilmente, dal 36,8 al 25,3 per cento, a vantaggio di quello dei titoli obbligazionari, salito dal 51,3 al 62,5 per cento. È rimasta invece pressoché invariata la quota di azioni, al 12,0 per cento.

Le compagnie di assicurazione

Nel 2008 la raccolta lorda delle compagnie di assicurazione è diminuita del 7,2 per cento, come nell'anno precedente. I premi si sono ridotti dell'11,2 per cento nel comparto vita e dello 0,6 nel danni. Tra i prodotti del ramo vita sono rimaste elevate le richieste di riscatto anticipato da parte degli assicurati: al netto di oneri per sinistri e rimborsi, la raccolta è risultata negativa per 10,5 miliardi (-12,8 nel 2007).

A seguito dell'andamento negativo dei mercati azionari, la riduzione dei premi vita si è concentrata tra i prodotti per i quali i sottoscrittori sopportano un maggiore rischio di investimento, quali le polizze unit e index-linked. Hanno invece ripreso a crescere i premi dei prodotti tradizionali, che offrono più estese garanzie di rendimento. Il peso di questi ultimi sul totale dei premi del ramo vita è aumentato notevolmente, dal 44 al 57 per cento.

Nel corso del 2008 la quota dei premi del ramo vita afferenti agli sportelli bancari e postali è scesa dal 58,4 al 53,7 per cento, a fronte di un aumento della quota delle agenzie, dei broker e delle altre forme di vendita diretta (dal 33,0 al 36,2 per cento) e di quella dei promotori finanziari (dall'8,6 al 10,1 per cento).

Da un'indagine condotta presso 571 banche risulta che nel 2008 circa 128 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante sportelli bancari. La quota dei premi raccolti nell'ambito di accordi tra intermediari appartenenti al medesimo gruppo si è ridotta, rispetto al 2007, di 5 punti percentuali, al 32 per cento. Circa il 20 per cento dei prodotti è stato introdotto nel corso del 2008; di questi, il 40 per cento sono polizze rivalutabili (15 nel 2007), il 50 polizze unit e index-linked (80 nel 2007), il resto appartiene ad altre tipologie.

La rilevanza del canale bancario nella distribuzione dei prodotti assicurativi varia in misura considerevole tra i paesi europei. In particolare, le banche intermediano gran parte della raccolta complessiva in Francia e Spagna, mentre svolgono un ruolo minoritario in Germania e nei Paesi Bassi. Anche nel Regno Unito la raccolta effettuata mediante la rete bancaria ha un peso contenuto e la distribuzione è affidata principalmente ai broker.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono diminuite del 5,5 per cento, a 401 miliardi. La riduzione è interamente dovuta al ramo vita, soprattutto per effetto del deprezzamento delle attività investite nei mercati azionari; sono rimaste pressoché costanti le riserve del ramo danni.

Tra l'inizio del 2008 e la fine dello scorso aprile i titoli azionari delle compagnie di assicurazione italiane si sono deprezzati del 48 per cento, contro il 54 del complesso delle compagnie dell'area dell'euro. I maggiori cali si sono registrati nella parte finale dello scorso anno, in concomitanza con l'acuirsi della crisi finanziaria, e nei primi tre mesi del 2009. Le perdite di valore dei titoli assicurativi sono in parte ascrivibili alla minore redditività della gestione tecnica, dovuta essenzialmente al calo della raccolta. Per il ramo vita, dove è maggiore l'incidenza dei proventi finanziari, le quotazioni hanno risentito anche delle minusvalenze derivanti dall'investimento nei mercati azionari e del credito.

I fondi pensione

Nel 2008 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 3,8 per cento, a 41 miliardi, grazie a un incremento del 18 per cento del patrimonio amministrato dai fondi istituiti dopo la riforma del 1993 (tav. 17.5). Le attività dei fondi pensione rappresentano in Italia circa il 3 per cento del PIL. Nel confronto internazionale lo sviluppo della previdenza complementare italiana rimane limitato.

Tavola 17.5

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1) (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2007				2008 (2)			
	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)		
	Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			
Liquidità	3.925	2.528	1.397	2.294	4.299	2.980	1.319	2.689
Portafoglio titoli	30.220	15.517	14.703	14.117	31.025	13.693	17.332	13.443
Obbligazioni	19.322	9.540	9.782	9.577	21.895	9.223	12.672	9.228
Azioni	5.053	1.645	3.408	1.565	4.326	1.250	3.076	1.240
Quote di fondi comuni	5.845	4.332	1.513	2.975	4.804	3.220	1.584	2.975
Mutui e altre attività finanziarie	2.342	2.443	-101	5.515	2.663	2.455	208	7.784
Immobili	2.642	2.642	-	9.515	2.623	2.623	-	9.364
Totale attività	39.129	23.130	15.999	31.441	40.611	21.751	18.860	33.280

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip ed enti di previdenza.
 (1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) È incluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a tredici enti di previdenza; cfr. la sezione: *Note metodologiche*.

Lo scorso anno il numero dei lavoratori aderenti al complesso delle forme pensionistiche complementari è aumentato del 6,5 per cento, a 4,9 milioni (tav. 17.6). L'incremento degli iscritti per i fondi pensione negoziali e per quelli aperti è stato rispettivamente pari al 3,6 e al 6,4 per cento; un valore più elevato si è invece registrato per i piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (15,8 per cento). Gli indicatori di crescita del settore non possono essere immediatamente confrontati con quelli degli anni precedenti, poiché il 2008 è il primo anno dopo la riforma del settore, che ha modificato in misura significativa le regole di adesione alla previdenza complementare (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali* nella Relazione sull'anno 2007).

Nel corso del 2008 la quota degli iscritti ai piani pensionistici individuali sul totale degli aderenti alla previdenza complementare è salita dal 25 al 27 per cento, a svantaggio di quelle relative ai fondi pensione negoziali e ai fondi istituiti prima del 1993, scese di circa un punto percentuale, rispettivamente al 43 e al 14 per cento; è rimasta pressoché invariata la quota degli iscritti ai fondi pensione aperti (16 per cento).

Utilizzando i dati dell'indagine Invind della Banca d'Italia, si può stimare che tra le imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti la quota di lavoratori aderenti alla previdenza complementare sul totale degli occupati fosse pari, alla fine del 2008, al 37 per cento. Il flusso di TFR destinato alla previdenza complementare è risultato nel 2008 pari al 2,3 per cento della massa salariale lorda. Il tasso di adesione medio appare significativamente inferiore alla media complessiva tra le imprese con meno di 50 dipendenti (19 per cento), quelle insediate nel Mezzogiorno (22 per cento) e quelle del settore dei servizi (31 per cento). È presumibile che nelle imprese industriali di grandi dimensioni la partecipazione risenta positivamente del ruolo svolto dalle rappresentanze sindacali nell'informare i potenziali aderenti e della presenza di fondi negoziali di consolidata tradizione.

Tavola 17.6

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (1) (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero fondi (2)		Numero iscritti (3)		Totale attività	
	2007	2008 (4)	2007	2008 (4)	2007	2008 (4)
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	123	122	2.743.316	2.862.985	15.898	18.758
Fondi negoziali	42	41	1.996.052	2.067.801	11.599	14.095
Fondi aperti	81	81	747.264	795.184	4.299	4.663
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	433	411	680.673	678.000	23.130	21.750
Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo (PIP)	72	75	1.136.102	1.315.983	5.790	6.640
Totale	628	608	4.560.091	4.856.968	44.818	47.148

Fonte: elaborazioni su dati Covip.
(1) È escluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. Il numero dei fondi e il totale delle attività non includono i dati relativi a FondInps. – (2) I dati relativi ai piani individuali pensionistici di tipo assicurativo e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al D.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252. – (3) Al lordo di possibili duplicazioni. Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati. – (4) Dati provvisori.

Nel 2008 i risultati finanziari dei fondi pensione sono stati in media negativi, risentendo dell'andamento delle quotazioni sui principali mercati azionari. Secondo i dati forniti dalla Covip, il rendimento medio dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari a -6,3 per cento per i fondi negoziali (2,1 nel 2007) e a -14,0 per quelli aperti (-0,4 nel 2007). I risultati inferiori conseguiti dai fondi aperti rispetto a quelli negoziali sono ascrivibili in larga parte alla maggiore incidenza di azioni nel portafoglio.

Tra le diverse linee di investimento offerte agli iscritti dai fondi pensione, quelle in cui prevalgono i titoli azionari hanno conseguito i rendimenti peggiori, pari in media a -24,5 per cento per i fondi negoziali e -27,6 per i fondi aperti; migliori, ma comunque negativi, sono stati quelli delle altre linee bilanciate. I risultati sono stati invece positivi, anche se modesti, per le linee garantite e per quelle che investono esclusivamente in strumenti monetari o in titoli di debito.

La crisi dei mercati finanziari si è riflessa anche sui rendimenti dei fondi pensione degli altri paesi: tra gennaio e ottobre dell'anno passato il valore delle attività detenute dai fondi pensione dei paesi dell'OCSE si è ridotto complessivamente di circa il 19 per cento.

I fondi pensione italiani di nuova istituzione hanno iniziato a operare alla fine degli anni novanta, una fase caratterizzata da quotazioni dei mercati azionari storicamente elevate. Nei primi dieci anni di operatività i risultati della gestione finanziaria hanno risentito dei forti ribassi dei valori di borsa occorsi nel periodo 2001-03 e poi, più recentemente, dell'avvio della crisi finanziaria nell'estate del 2007. Sulla base di dati di fonte Covip, tra il 1999 e il 2008 il rendimento medio annuo dei fondi pensione (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari al 2,6 per cento per i fondi negoziali e all'1,2 per i fondi aperti; nello stesso periodo, il TFR si è rivalutato in media, al netto dell'imposta sostitutiva introdotta nel 2001, del 2,9 per cento all'anno. Per una valutazione complessiva occorre

tenere conto di altri aspetti, tra cui quello fiscale, in quanto la tassazione dei fondi pensione è molto più favorevole di quella del TFR nella fase di erogazione delle prestazioni.

Le perdite registrate dai fondi pensione si sono riflesse in una riduzione significativa del valore della ricchezza previdenziale dei lavoratori. Gli effetti potrebbero essere particolarmente rilevanti per i lavoratori prossimi all'età del pensionamento, che hanno minori opportunità di reintegrare il capitale aumentando le contribuzioni future o avvantaggiandosi di eventuali rialzi dei valori di mercato.

I risultati negativi di molte linee di investimento non hanno avuto un impatto rilevante né sulle scelte degli aderenti relative al profilo di rischio dell'investimento né sulle scelte di portafoglio dei gestori.

Un'indagine campionaria sulla previdenza complementare effettuata nel giugno del 2008 su iniziativa del CNEL e della Mefop indica che gli aderenti ai fondi pensione sono mediamente più informati riguardo alle tematiche previdenziali rispetto a coloro che hanno scelto di non aderire; hanno un maggior grado di istruzione e migliori conoscenze nelle materie finanziarie; hanno in media un'età più elevata. Gli aderenti mostrano inoltre di avere una propensione al rischio finanziario mediamente maggiore, pur preferendo linee di investimento relativamente sicure. La crisi finanziaria risultava avere avuto, al momento in cui era stata effettuata l'indagine, un impatto limitato sia sulle scelte di investimento degli aderenti sia sul grado di fiducia nei confronti del proprio fondo pensione, in particolare per i lavoratori con un livello di istruzione più elevato.

L'adesione alla previdenza complementare richiede ai lavoratori di farsi carico di scelte finanziarie complesse, quali il livello della contribuzione al fondo e il profilo di rischio dell'investimento. Scelte non coerenti con l'orizzonte temporale dell'investimento possono ridurre in misura significativa il reddito disponibile negli anni del pensionamento. È quindi importante fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, offrendo anche – possibilmente come opzione di default – prodotti di risparmio che riducono in modo automatico il livello di rischio del portafoglio all'avvicinarsi del momento del pensionamento (cosiddetti fondi *life-cycle*).

Un'analisi delle determinanti delle scelte di portafoglio degli aderenti a un fondo pensione negoziata di una banca italiana di media grandezza per il periodo 2001-08 mostra che molti lavoratori, avvicinandosi all'età del pensionamento, si spostano verso comparti con profili di rischio inferiori, un comportamento coerente con i più recenti modelli di scelte di portafoglio. Una quota significativa degli aderenti ha tuttavia continuato a investire in comparti relativamente rischiosi, non modificando nel corso del tempo la linea di investimento prescelta.

Redditività, patrimonio e rischi degli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio (SGR). – I conti economici delle SGR hanno risentito dell'andamento negativo dei mercati, soprattutto nel comparto dei fondi aperti. L'utile è sceso da 823 a 563 milioni (-31,6 per cento), per effetto del calo del margine lordo della gestione caratteristica (da 2.204 a 1.805 milioni). La flessione dei costi operativi, che riflette gli effetti di operazioni di razionalizzazione delle strutture societarie (in particolare, a seguito della fusione tra SGR speculative e tradizionali), è stata del 2,7 per cento e ha compensato in modo marginale il calo dei ricavi (tav. 17.7). Il ROE, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, è risultato pari al 26,7 per cento, contro il 42,3 per cento nel 2007.

SGR: dati di conto economico (consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)					
VOCI	2007		2008		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	6.594	299,2	4.714	261,2	-28,5
Commissioni passive	4.390	199,2	2.909	161,2	-33,7
Margine lordo della gestione caratteristica (2)	2.204	100,0	1.805	100,0	-18,1
Spese amministrative	1.289	58,5	1.227	68,0	-4,8
di cui: per il personale	638	28,9	607	33,6	-4,9
Altri oneri di gestione	37	1,7	29	1,6	-21,6
Totale costi operativi (3)	1.379	62,6	1.342	74,3	-2,7
Altri proventi di gestione	147	6,7	157	8,7	6,8
Risultato della gestione caratteristica	972	44,1	620	34,3	-36,2
Risultato della gestione finanziaria	307	13,9	211	11,7	-31,3
Risultato delle attività ordinarie	1.279	58,0	831	46,0	-35,0
Imposte	456	20,7	268	14,8	-41,2
Utile netto (perdita) di esercizio	823	37,3	563	31,2	-31,6

Fonte: Segnalazioni statistiche di vigilanza.
 (1) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (2) Attività di gestione su base individuale e collettiva. – (3) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

Le società che gestiscono fondi chiusi immobiliari e mobiliari hanno registrato un incremento dell'utile netto (rispettivamente, del 41,1 e del 47,5 per cento). Quelle operative nella gestione di fondi aperti e di mandati individuali hanno subito una riduzione dell'utile di esercizio del 40,3 per cento, a causa di una contrazione delle commissioni attive (cfr. il paragrafo: I fondi comuni di investimento).

Circa un terzo degli intermediari ha chiuso in perdita l'esercizio 2008; di questi, oltre il 60 per cento sono società di recente costituzione o in fase di uscita dal mercato.

Il rapporto fra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale delle SGR si è attestato alla fine del 2008 a 4,78 (4,08 nel 2007): il miglioramento è dovuto sia all'aumento del patrimonio di vigilanza, grazie alla realizzazione di operazioni straordinarie intragruppo, sia alla riduzione del requisito patrimoniale, a causa della contrazione dei volumi operativi.

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – La crisi dei mercati finanziari ha determinato un rallentamento dell'operatività delle SIM e un significativo peggioramento dei risultati economici. In particolare, il risultato netto si è fortemente ridimensionato, con un utile che è sceso da 174 a 42 milioni; il ROE, determinato sulla base del patrimonio netto contabile, è calato dal 20,5 al 4,3 per cento. Quasi la metà delle società operative ha chiuso il bilancio in perdita.

Il peggioramento della capacità di generare reddito degli intermediari ha riflesso i risultati negativi dell'area dei servizi alla clientela, dove i ricavi sono scesi del 40 per cento; particolarmente penalizzato è risultato il collocamento di prodotti finanziari, i cui ricavi si sono pressoché dimezzati. Per quanto riguarda la gestione del portafoglio, che comprende la negoziazione in conto proprio, il risultato è invece aumentato del 24 per cento.

I costi operativi sono scesi del 9 per cento, anche grazie a una marcata contrazione delle spese per il personale (-17 per cento). Il rapporto fra i costi operativi e i ricavi è comunque aumentato dal 62 all'87 per cento.

Gli effetti della crisi sono proseguiti nel primo trimestre del 2009, inducendo alcuni intermediari (circa una decina) ad avviare, con modalità diverse, il processo di uscita dal mercato.

Alla fine del 2008 il patrimonio di vigilanza delle SIM, costituito pressoché integralmente da elementi di qualità primaria (capitale sociale e riserve), è lievemente diminuito, a causa delle perdite di esercizio. I requisiti patrimoniali sono aumentati del 14 per cento, essenzialmente per effetto dell'introduzione, all'inizio dell'anno, del requisito per il rischio operativo. Il rapporto fra l'aggregato patrimoniale e il requisito complessivo si è ridotto a 4,24 da 4,97 nel 2007.

Per le SIM di negoziazione, la copertura patrimoniale richiesta a fronte del rischio operativo è pari a circa la metà di quella complessiva; di ammontare più contenuto sono i requisiti per i rischi di mercato (23 per cento) e di credito (18 per cento).

Le società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Nel 2008 i finanziamenti erogati dagli intermediari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario sono diminuiti del 4,5 per cento. La flessione è stata più pronunciata per quelli appartenenti a gruppi bancari esteri (-8,6 per cento) rispetto a quelli italiani (-1,2 per cento).

Il risultato netto è stato pari a 1,1 miliardi di euro, registrando una flessione del 28,5 per cento rispetto al 2007. Esso è peggiorato in particolare nel comparto del leasing (-43,7 per cento) e in quello del credito al consumo (-29,2 per cento), in gran parte in relazione a perdite su crediti. Nel settore del factoring il risultato netto è rimasto pressoché invariato (0,4 per cento).

Il mercato del factoring ha dimensioni rilevanti: in termini di flussi annui di nuovi crediti, esso rappresenta circa il 9 per cento del PIL. Tale attività è esercitata quasi esclusivamente da intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale. Nel 2008 il flusso di crediti acquistati è aumentato del 7,7 per cento rispetto al 2007, confermando il ruolo di sostegno all'economia tipicamente svolto da questo settore anche nelle fasi di debolezza del ciclo.

Per l'insieme delle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, la crescita del margine di intermediazione (21,2 per cento) non ha compensato l'incremento delle perdite nette su crediti (58,3 per cento). Queste ultime rappresentano il 47,9 per cento del margine di interesse.

Nel 2008 hanno chiuso in perdita 39 società finanziarie iscritte nell'elenco speciale (erano state 26 nel 2007); la maggior parte di questi intermediari (18 società) è specializzata nel credito al consumo o nella emissione e gestione di carte di credito.

La qualità del credito degli intermediari iscritti nell'elenco speciale presenta segni di deterioramento: l'incidenza sul totale dei crediti delle posizioni classificate in sofferenza è passata dal 2,7 al 2,8 per cento. Tale tendenza risulta confermata dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi: le sofferenze rettificate e gli sconfinamenti sono aumentati rispettivamente di 0,8 e 0,3 punti percentuali in rapporto agli impieghi censiti (tav. 17.8).

Società finanziarie: qualità del credito (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)							
ANNI	Sofferenze	Impieghi	Sofferenze / Impieghi	Centrale dei rischi (1)			
				Sofferenze rettificate (2)	Sconfinamenti (3)	Sofferenze rettificate/ Impieghi CR	Sconfinamenti/ Impieghi CR
2006	3.813	137.752	2,8	2.688	1.330	3,3	1,6
2007	4.459	163.704	2,7	2.891	1.274	3,0	1,3
2008	5.798	204.844	2,8	3.843	1.660	3,8	1,6

Fonte: Segnalazioni statistiche di vigilanza e Centrale dei rischi.
 (1) Alla Centrale dei rischi (CR) partecipano tutti gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale che erogano finanziamenti in via esclusiva o prevalente a esclusione delle società per le quali l'attività di credito al consumo superi il 50 per cento delle attività. Dai dati della presente tabella sono stati esclusi gli intermediari che esercitano l'attività di gestione di partite anomale e le società veicolo in operazioni di cartolarizzazione. – (2) Cfr. nell'Appendice la voce del Glossario: Sofferenze rettificate. – (3) Per "sconfinamenti" si intende la differenza tra l'utilizzato di una linea di credito e il relativo accordato operativo (quest'ultimo costituisce l'ammontare del fido utilizzabile dal cliente in quanto riveniente da un contratto perfetto ed efficace).

Per le società finanziarie specializzate nel credito al consumo, l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è pari al 4,5 per cento, con un incremento di quasi un punto percentuale rispetto al 2007. Per quelle specializzate nel leasing, tale rapporto è cresciuto in misura inferiore (0,2 punti percentuali), mentre la consistenza delle sofferenze rettificate, in rapporto agli impieghi, ha registrato un incremento di 0,5 punti percentuali. Il settore del factoring, grazie alla sostenuta espansione degli impieghi e alla sostanziale stabilità delle partite anomale, ha evidenziato una riduzione dell'incidenza delle sofferenze e delle sofferenze rettificate sugli impieghi (rispettivamente -0,2 e -0,7 punti percentuali).

Alla fine del 2008 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 17,7 miliardi di euro, in crescita del 17,0 per cento rispetto al 2007, grazie a operazioni di aumento di capitale e alla destinazione a riserva di gran parte (63,2 per cento) dell'utile dell'esercizio 2008. L'aumento è stato favorito dalla nuova disciplina prudenziale (cosiddetta vigilanza equivalente) che dal 1° gennaio 2008 prevede, tra l'altro, requisiti patrimoniali specifici a fronte dei rischi di credito, di controparte, di mercato, di cambio e operativi. Per le società di leasing, di factoring e di credito al consumo il rapporto tra patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio di credito (solvency) era pari all'8,5 per cento, in aumento su base annua di 0,9 punti percentuali.

Al fine di analizzare l'effetto di un possibile ulteriore deterioramento della qualità dell'attivo nel settore del credito al consumo è stato realizzato un esercizio di simulazione (stress test) su 40 società, con un peso di tale forma tecnica nell'attivo di almeno il 40 per cento. Esse rappresentano complessivamente circa il 50 per cento del mercato del credito al consumo. La simulazione è stata realizzata ipotizzando un dimezzamento degli utili per gli intermediari con bilancio in attivo e un raddoppio delle perdite per quelli in passivo; è stato inoltre ipotizzato un raddoppio delle sofferenze del portafoglio crediti verso la clientela. Il test ha mostrato che 13 delle 27 finanziarie in attivo a fine 2008 registrerebbero utili negativi a fronte dello scenario considerato. Il numero delle società che presentano una deficienza patrimoniale rispetto al patrimonio di base (tier 1) passerebbe inoltre dalle attuali 4 a 18, con una incidenza sul patrimonio complessivo delle finanziarie iscritte nell'elenco speciale di circa il 7 per cento; 11 di tali intermediari appartengono a gruppi bancari. La Vigilanza sta monitorando con attenzione il fenomeno e valutando opportuni interventi correttivi.

18. LA STRUTTURA DEGLI INTERMEDIARI BANCARI E FINANZIARI

Le banche e i gruppi bancari

Alla fine del 2008 operavano in Italia 799 banche, 7 in meno rispetto al 2007 (tav. 18.1). Nel corso dell'anno sono state costituite 28 nuove banche, di cui 21 hanno effettivamente iniziato a operare; tra queste, 11 sono nate a seguito di operazioni di ristrutturazione infragruppo. Sono fuoriusciti dal mercato bancario 28 intermediari, principalmente banche di credito cooperativo e istituti non inclusi in gruppi bancari.

Tavola 18.1

Struttura del sistema finanziario italiano						
TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2007			31 dicembre 2008		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi (1)	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi (1)	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari	–	–	82	–	–	81
Banche	224	582	806	223	576	799
<i>di cui: banche spa</i>	199	50	249	196	51	247
<i>banche popolari</i>	15	23	38	16	22	38
<i>banche di credito cooperativo</i>	10	430	440	10	422	432
<i>succursali di banche estere</i>	–	79	79	1	81	82
Società di intermediazione mobiliare	21	86	107	16	97	113
Società di gestione del risparmio e Sicav	63	151	214	54	160	214
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 107 del TUB	100	380	480	101	390	491
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 106 del TUB	–	–	1.239	–	–	1.189
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	3	3	–	3	3
Altri intermediari vigilati (2)	–	2	2	–	2	2

Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.
(1) Compresa le banche capogruppo. – (2) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Il numero di sportelli è cresciuto sia in valore assoluto, da 33.229 a 34.146, sia in rapporto alla popolazione (a 5,7 sportelli per 10.000 abitanti, da 5,6 alla fine del 2007). L'aumento degli sportelli è localizzato principalmente nel Nord del Paese. Alla fine del 2008 in 2.182 comuni (in cui risiede il 3,6 per cento della popolazione italiana) non erano presenti sportelli bancari; in 1.814 di questi vi era almeno uno sportello postale.

Nel nostro paese sono attivi nove conglomerati finanziari; per i sei che svolgono in modo prevalente attività bancaria sul territorio nazionale la Banca d'Italia è responsabile del coordinamento della vigilanza supplementare che si aggiunge a quella "settoriale" esercitata dalle rispettive autorità di vigilanza bancaria e assicurativa.

Nel 2008 erano quotate in borsa 26 banche, 3 in meno rispetto all'anno precedente; la riduzione riflette il perfezionamento di offerte pubbliche di acquisto totalitarie. Tra i primi 20 gruppi per attivo consolidato, 7 non erano quotati in borsa. I gruppi e le banche quotate rappresentavano il 63,1 per cento dell'attivo del sistema (64,3 per cento nel 2007); tra queste, 7 capogruppo sono banche popolari, cui fa capo circa l'80 per cento delle attività complessive di questa categoria di intermediari.

La proprietà dei gruppi bancari e delle banche. – I principali azionisti dei gruppi bancari italiani hanno natura finanziaria; le fondazioni bancarie continuano a detenere quote di capitale significative, mentre la presenza di investitori istituzionali è ancora limitata.

Alla fine del 2008, partecipazioni superiori al 2 per cento delle azioni ordinarie nei primi dieci gruppi bancari erano detenute da 14 intermediari finanziari, 11 fondazioni bancarie, 5 compagnie di assicurazione, 5 società non finanziarie e 3 fondi comuni di investimento. Quattro gruppi tra i maggiori dieci (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Mediobanca e UBI Banca) presentavano relazioni partecipative incrociate (mediamente pari a circa il 6 per cento del capitale) o quote di capitale riferibili ad azionisti comuni (in media pari a circa il 3 per cento).

Le operazioni di concentrazione e ristrutturazione realizzate negli ultimi otto anni hanno prodotto effetti rilevanti sotto il profilo degli assetti proprietari delle principali capogruppo bancarie. Nel 2008 due tra i primi cinque gruppi facevano capo a banche popolari quotate con azionariato diffuso (nel 2000 comprendevano solo società per azioni).

Le aggregazioni che hanno interessato i gruppi più grandi alla fine del 2000 (Intesa, Sanpaolo IMI, UniCredit e Capitalia) non hanno invece comportato un mutamento significativo della compagine societaria; gli azionisti di riferimento sono rimasti sostanzialmente stabili. Tuttavia, tale circostanza non ha inciso sul grado di contendibilità delle aziende; il 15 maggio scorso, la quota di capitale flottante delle cinque maggiori capogruppo quotate risultava pari in media al 67 per cento, superiore rispetto alla media complessiva delle società quotate sul mercato nazionale (circa 58 per cento).

Alla fine del 2008 erano 21 le filiazioni di società e banche estere, due delle quali figuravano nei primi dieci gruppi bancari. Nel capitale di 41 banche erano presenti 33 azionisti esteri – in prevalenza comunitari – con quote superiori al 5 per cento.

Le operazioni di aggregazione. – Nel 2008 non sono state realizzate operazioni di aggregazione tra banche di medio-grandi dimensioni; è proseguita la razionalizzazione della struttura dei gruppi bancari a seguito delle concentrazioni realizzate in passato.

L'integrazione tra i gruppi Banco Popolare di Verona e Novara e Banca Popolare Italiana ha comportato la riorganizzazione della rete territoriale, il riassetto delle partecipazioni e l'accentramento dell'attività di private banking di gruppo.

Il gruppo UBI Banca, nato dall'aggregazione tra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese, ha avviato un piano industriale di integrazione nei comparti della gestione del risparmio, del credito al consumo, del leasing e della promozione finanziaria.

Nel 2008 le cessioni di sportelli tra banche hanno coinvolto 5.725 succursali (1.375 nel 2007), pari al 16,8 per cento del totale. Oltre il 90 per cento delle operazioni è stato realizzato all'interno dello stesso gruppo bancario, riflettendo soprattutto la ristrutturazione del gruppo UniCredit successiva all'acquisizione di Capitalia. Delle 482 rimanenti cessioni, l'80 per cento ha riguardato i due maggiori gruppi nazionali in attuazione di provvedimenti dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Nei primi mesi del 2009 il gruppo Banca Popolare dell'Emilia Romagna ha acquisito il controllo del gruppo Meliorbanca, con l'obiettivo di accrescere la propria offerta nei servizi specialistici a favore delle piccole e medie imprese e nel private banking.

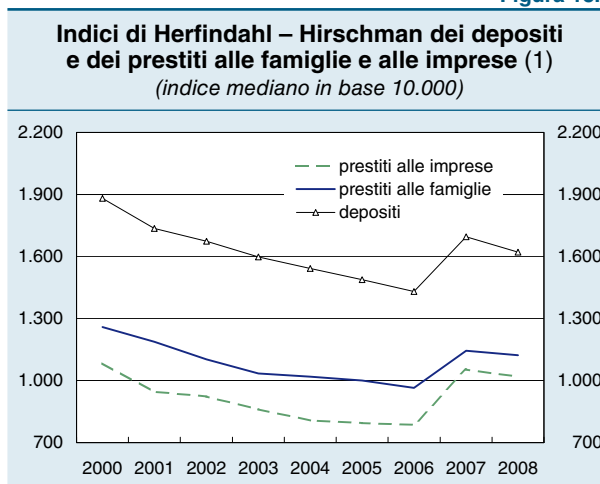
A causa del deterioramento della situazione tecnica di Banca Italease, nel maggio di quest'anno è stata promossa un'offerta pubblica di acquisto da parte del Banco Popolare.

Il grado di concentrazione del sistema. – Le numerose operazioni di fusione e acquisizione effettuate negli ultimi anni hanno comportato un aumento del grado di concentrazione del sistema bancario: tra il 2000 e il 2008 l'indice di Herfindahl-Hirschman (HH) in base 10.000, calcolato sull'attivo totale delle unità operanti in Italia, è salito da 600 a 771. Durante lo stesso periodo il grado di concentrazione dei mercati locali del credito è invece diminuito, anche grazie alla crescita del numero medio di banche per provincia (da 25 alla fine del 2000 a circa 28 alla fine del 2008).

A livello regionale, l'indice HH mediano dei prestiti alle imprese, dopo essere diminuito tra il 2000 e il 2006, è cresciuto nel 2007, a seguito di rilevanti operazioni di fusione, per poi tornare a calare nel 2008 a 1.018 punti, un livello inferiore di circa 70 punti a quello del 2000. Una dinamica simile ha riguardato anche gli indici mediani dei prestiti alle famiglie e dei depositi calcolati su base provinciale, che nel 2008 risultavano pari rispettivamente a 1.122 e 1.612, livelli inferiori di circa 140 e 250 punti rispetto al 2000 (fig. 18.1).

Classificando gli intermediari in base alla dimensione e all'appartenenza a un gruppo, è possibile identificare una prima categoria composta da due gruppi di grande dimensione (UniCredit e Intesa Sanpaolo) cui fa capo il 34,8 per cento delle attività totali del sistema (fig. 18.2). A essi si affiancano 3 gruppi di dimensione medio-grande, con operatività prevalentemente nazionale e una quota dell'attivo pari al 17,3 per cento. La terza categoria è composta da 58 gruppi e banche individuali di dimensioni medio piccole (tra cui banche specializzate e filiazioni di

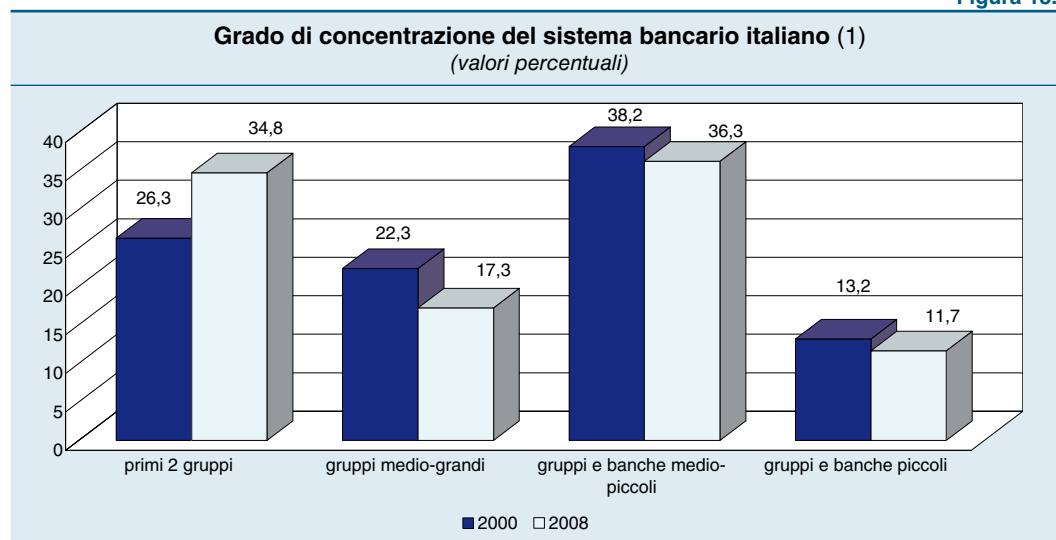
Figura 18.1



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) L'indice per il mercato dei prestiti alle imprese è calcolato su base regionale; gli indici per i mercati dei depositi e dei prestiti alle famiglie sono calcolati su base provinciale.

gruppi esteri), cui fa capo il 36,3 per cento del totale attivo; l'ultima classe include 594 piccoli intermediari con operatività prevalentemente locale.

Figura 18.2



Fonte: segnalazioni statistiche 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.

La crescita dei gruppi bancari più grandi, realizzata per vie esterne attraverso operazioni di fusione e acquisizione, ha comportato processi di ristrutturazione che si sono riflessi in forti perdite di quote di mercato. Negli ultimi otto anni, tenendo costante la composizione dei gruppi al 2008, la quota di mercato dei prestiti a famiglie e imprese dei primi cinque gruppi bancari è calata di circa 13 punti percentuali. A fronte di tale riduzione si è verificato un incremento delle quote di mercato delle banche estere e di minore dimensione.

I primi cinque gruppi bancari offrono una più ampia gamma di servizi e si avvalgono di una più diffusa rete di distribuzione sul territorio.

Nei mercati dei servizi di home banking e delle carte di debito, anche grazie alla possibilità di sfruttare economie di scala, i cinque gruppi bancari più grandi hanno quote di mercato, misurate in termini di numero di clienti, superiori alla rispettiva quota di depositi raccolti dalle famiglie; tali gruppi accentrano anche la maggior parte dell'operatività nel comparto dei servizi di corporate banking e di gestione di cassa per le imprese.

I costi dei conti correnti. – Secondo i risultati di un'indagine condotta dalla Banca d'Italia, nel 2008 il costo medio annuo sostenuto dalle famiglie per la tenuta di conti correnti è stato pari a circa 114 euro. I costi variano in funzione della tipologia di intermediari presso cui il conto è attivo: non si discostano dalla media per le banche di credito cooperativo, risultano inferiori per le banche appartenenti ai cinque gruppi più grandi (3,7 per cento in meno rispetto alla media), maggiori per il resto degli intermediari (5 per cento in più).

I contratti sottoscritti negli ultimi anni offrono mediamente ai correntisti condizioni più vantaggiose: quelli aperti a partire dal 2006 presentano costi inferiori del 20 per cento rispetto alla media. Quasi il 75 per cento dei costi è rappresentato da componenti di natura fissa (tra cui canoni e spese di comunicazione). I

clienti che hanno effettuato nell'anno oltre 200 operazioni (ad esempio bonifici e prelievi) hanno sostenuto una spesa complessiva pari a circa il doppio di quella dei clienti che ne hanno effettuate meno di 50.

Il grado di internazionalizzazione del sistema. – Nel 2008 l'incidenza media dell'operatività nei confronti di soggetti esteri da parte dei primi cinque gruppi bancari sul totale delle attività finanziarie (crediti e titoli) è stata del 35,6 per cento (35,3 nel 2007); per la totalità dei gruppi bancari la quota è stata del 27,1 per cento (25,7 per cento nel 2007).

I paesi dell'Europa centro orientale rappresentavano, a fine 2008, un importante mercato estero per le banche italiane (tav. 18.2). La quota di attività presso questi paesi è pari al 5,4 per cento del totale (4,8 per cento nel 2007), quasi interamente concentrata sui due maggiori gruppi bancari. Per questi ultimi, l'esposizione verso soggetti residenti nell'area rappresenta in media una quota superiore al 9,2 per cento del totale, in crescita rispetto all'8,0 per cento dello scorso anno.

Tavola 18.2

Presenza estera nei sistemi bancari di alcuni paesi europei (dati relativi al 31 dicembre 2008)						
PAESI EUROPEI	Numero Banche			Totale (miliardi di euro)	Attivo	
	Totale	di cui			percentuale relativa alle banche di proprietà estera	percentuale relativa alle banche di proprietà italiana
		filiali e filiazioni di soggetti esteri	filiali e filiazioni di soggetti italiani			
Austria	827	58	16	1.069,0	41,6	9,5
Belgio	56	....	1	1.422,1	....	0,7
Bulgaria	30	22	1	35,6	83,9	15,4
Croazia	44	16	7	53,4	91,1	39,9
Danimarca	141	18	0	615,0	26,5	0,2
Francia (1)	401	161	16	6.375,0	12,2	1,7
Germania	1.980	....	12	7.956,4	....	3,3
Italia	799	103	-	2.581,9	21,0	-
Lussemburgo	149	147	13	1.008,0	95,6	3,2
Paesi Bassi (1)	91	32	1	2.229,5	15,6	..
Polonia	649	60	3	259,6	72,4	11,4
Portogallo	151	14	0	399,3	15,0	1,0
Repubblica Ceca	37	30	2	151,4	84,7	6,1
Romania	42	37	23	78,8	88,3	11,8
Russia (1) (2)	1.092	86	3	560,1	17,2	2,6
Slovacchia	26	23	2	62,9	96,2	24,3
Slovenia	32	3	2	53,7	....	10,2
Spagna (1)	282	98	3	2.946,7	11,6	0,1
Ungheria	221	35	4	121,0	84,0	17,5

Fonte: elaborazioni su dati forniti da banche centrali e autorità di vigilanza dei rispettivi paesi; segnalazioni statistiche di vigilanza e Albo dei Gruppi. Croazia: sono escluse le *housing savings banks*. Polonia: sono incluse le *cooperative banks*. Ungheria: sono incluse le *saving cooperatives* e le *credit cooperatives*.
(1) Dati al 31 dicembre 2007. – (2) Alla fine del 2008 l'attivo delle banche di proprietà italiana era aumentato di circa il 20 per cento rispetto al 2007.

I gruppi bancari italiani sono presenti nei paesi classificati dalla Banca dei regolamenti internazionali come centri finanziari offshore con 6 filiali e 3 filiazioni (rispettivamente 17 e 4 nel 2004), alle quali fanno capo attività per 13,2 miliardi di euro, pari allo 0,5 per cento dell'attivo di sistema (cfr. nell'Appendice la tav. a18.2); essi detengono attività pari a 157,5 miliardi di euro nei paesi inclusi nell'elenco dell'OCSE delle nazioni che non hanno applicato pienamente gli standard fiscali internazionali. La quota più rilevante di attività (95 per cento) è riferita a paesi che, pur avendo aderito agli standard, non li hanno ancora del tutto applicati (in particolare Austria, Belgio, Lussemburgo e Svizzera).

Alla fine del 2008 le succursali di banche estere insediate nel territorio italiano erano 82 e detenevano l'11,7 per cento dell'attivo di sistema, un livello all'incirca pari a quello del 2007. Alla stessa data, alle 21 filiazioni di banche estere presenti in Italia faceva capo una quota pari al 9,3 per cento dell'attivo di sistema.

L'operatività delle succursali di banche estere in Italia si è fatta nel tempo più articolata: accanto alla consolidata presenza nel comparto all'ingrosso, è cresciuta, a partire dalla metà degli anni novanta, l'attività nei mercati al dettaglio, in particolare in quelli dei mutui ipotecari e del credito al consumo. Analisi econometriche mostrano che l'ingresso delle banche estere ha accresciuto la concorrenza nei mercati locali del credito. Nel segmento dei mutui alle famiglie tale pressione competitiva si è accompagnata a una riduzione dei tassi medi e a un aumento dei finanziamenti in rapporto alle garanzie reali prestate.

Gli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio e i fondi comuni di investimento. – Nel corso del 2008 il numero delle società di gestione del risparmio (SGR) è rimasto invariato; a fine anno operavano 211 SGR e 3 società di investimento a capitale variabile (SICAV) (tav. 18.1). È proseguita la crescita delle società operanti nei comparti innovativi: delle 17 iscrizioni perfezionate nel 2008, 10 erano società operative nel comparto dei fondi immobiliari, 3 nel private equity e 4 nella gestione di fondi aperti.

Alla fine del 2008 la quota di patrimonio facente capo a operatori controllati da banche o gruppi bancari italiani era pari al 53 per cento (52,2 nel 2007). Tale quota è calcolata considerando i fondi comuni di investimento di diritto italiano e di diritto estero offerti in Italia, le gestioni patrimoniali offerte da SGR, banche e società di intermediazione mobiliare (SIM), al netto della quota di portafoglio investita in OICR. Oltre il 20 per cento (17,5 nel 2007) del patrimonio era riferibile a società appartenenti a gruppi assicurativi italiani. È diminuita la quota degli intermediari esteri (18,0 per cento contro il 19,9 per cento nel 2007).

Il processo di consolidamento che ha riguardato negli ultimi anni il sistema bancario ha avuto riflessi anche sulla struttura del risparmio gestito. Nell'ultimo biennio sono state realizzate numerose operazioni di fusione e razionalizzazione delle strutture societarie delle SGR, conseguenti ai processi di aggregazione e riassetto proprietario dei gruppi di appartenenza. Nonostante queste dinamiche la dimensione dei principali intermediari italiani non è ancora sufficiente per competere con i maggiori concorrenti internazionali.

Nel 2008 la quota di attività dei tre gruppi maggiormente operativi nel comparto (Intesa Sanpaolo, Generali e UniCredit) è risultata stabile rispetto a un anno prima e superiore al 45 per cento. Il primo gruppo estero per dimensioni (Allianz) aveva una quota di mercato di poco superiore al 4 per cento (3,3 nel 2007).

Nel settore dei fondi aperti prevalgono gli intermediari inseriti in gruppi bancari e assicurativi italiani, che gestiscono, rispettivamente, il 53,7 e il 25,2 per cento del mer-

cato. Nel comparto dei fondi chiusi mobiliari (fondi di private equity) è rimasta stabile ma minoritaria la quota di mercato riferita a soggetti di matrice bancaria, mentre è prevalente quella facente capo ad altri intermediari italiani (42,5 per cento); si è ridotta la quota di mercato degli operatori esteri (dal 13,8 all'11,4 per cento). Il 39 per cento dei fondi immobiliari fa capo a privati e a gruppi immobiliari; è diminuita in misura significativa la quota di mercato degli intermediari appartenenti a banche e gruppi bancari italiani ed esteri (dal 40 al 30 per cento circa), mentre è aumentata quella di operatori a capitale misto. Alla fine del 2008, i fondi mobiliari speculativi (hedge fund) erano 249, di cui 217 fondi di fondi.

Le società di intermediazione mobiliare. – Alla fine del 2008 operavano in Italia 113 SIM, 6 in più rispetto a un anno prima. Le nuove iscrizioni (15 nel complesso) hanno riguardato soprattutto intermediari di matrice non bancaria specializzati nel servizio di consulenza in materia di investimenti.

A seguito di processi di riorganizzazione nell'ambito dei gruppi di appartenenza e di alcune iniziative di riassetto proprietario, il numero delle SIM di emanazione bancaria o assicurativa è sceso da 44 a 36 nel corso del 2008. Le SIM appartenenti a gruppi esteri sono pari a circa un quarto del totale.

Nel corso del 2008 è stato istituito l'albo dei gruppi di SIM, previsto dal Testo unico della finanza. Alla fine del 2008 risultavano iscritti sette gruppi; altri sei sono stati iscritti nei primi mesi del 2009.

Il sistema delle SIM è costituito in larga parte da intermediari che erogano servizi alla clientela quali la gestione di portafogli, il collocamento di prodotti finanziari, l'esecuzione e la raccolta di ordini; in quest'ultimo comparto il peso delle SIM risulta particolarmente significativo (pari al 41 per cento dei volumi complessivamente intermediati dalle banche e dalle SIM stesse).

Il grado di concentrazione del settore delle SIM risulta elevato: ai primi tre intermediari sono riconducibili quote di mercato dell'86 per cento nel collocamento di prodotti finanziari, del 39 per cento nella gestione di portafogli.

Le società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Nel 2008 il numero delle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario (TUB) è aumentato di 11 unità rispetto all'anno precedente portandosi a 491; l'aumento è ascrivibile alle società veicolo in operazioni di cartolarizzazione. Il numero delle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari è rimasto pressoché invariato.

Alla fine del 2008 il 22 per cento delle operazioni di cartolarizzazione era gestito da 11 società finanziarie specializzate in tale comparto (servicer); la restante parte di queste operazioni era svolta dai medesimi originator (13,4 per cento da intermediari non bancari e 64,6 per cento da banche; cfr. il capitolo 16: Le banche).

Nei settori del leasing, del factoring e del credito al consumo le più elevate quote di mercato fanno capo a intermediari specializzati appartenenti a gruppi bancari.

Alla fine del 2008 43 finanziarie specializzate risultavano attive nel settore del leasing, con una quota di mercato pari al 79,6 per cento. Il settore è relativamente concentrato: i primi tre operatori (due finanziarie e una banca) detengono il 38 per cento del mercato. Le banche hanno costituito il principale canale di distribuzione delle società di leasing (34,6 per cento).

Nel settore del factoring a dicembre 2008 erano attivi 34 operatori. La concentrazione nel comparto è elevata: le prime tre società finanziarie – appartenenti ai maggiori gruppi bancari – detengono il 47 per cento dell'intero mercato. Per l'erogazione dei finanziamenti, le società di factoring hanno utilizzato prevalentemente strutture proprie (79,7 per cento).

Alla fine del 2008 nel settore del credito al consumo risultavano attive 37 finanziarie specializzate, con una quota di mercato del 50 per cento circa; i primi tre operatori (due finanziarie e una banca) detenevano una quota pari a circa il 25 per cento. Il 48,1 per cento del credito è stato erogato attraverso gli esercizi commerciali e il 32,2 per cento dalle dipendenze degli intermediari.

Gli intermediari ex art. 106 del Testo unico bancario. – Dal gennaio del 2008, per effetto della confluenza dell'Ufficio italiano dei cambi, la Banca d'Italia ha assunto la gestione dell'elenco generale degli intermediari finanziari previsto dall'art. 106 del TUB e delle relative sezioni, di cui agli artt. 113 e 155 del TUB medesimo.

Alla fine del 2008 risultavano iscritti nell'elenco generale 1.189 intermediari finanziari che svolgevano attività nei confronti del pubblico (assunzione di partecipazioni, concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, servizi di pagamento e di intermediazione in cambi). Erano inoltre iscritti, nelle apposite sezioni dell'elenco, 19.579 soggetti non operanti nei confronti del pubblico e 794 consorzi di garanzia collettiva fidi (confidi).

Al fine di agevolare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese, i confidi forniscono garanzie reali e negoziano collettivamente tassi e condizioni; svolgono inoltre un'attività di selezione e di monitoraggio sulle imprese che, insieme al controllo reciproco esercitato dalle associate, consente di mitigare gli effetti delle asimmetrie informative tra banche e imprese. Stime econometriche mostrano che le imprese garantite da consorzi fidi ottengono finanziamenti in conto corrente a tassi mediamente inferiori di 20 punti base rispetto a imprese di pari caratteristiche.

I mediatori e gli agenti. – Per effetto dell'incorporazione dell'Ufficio italiano dei cambi, la Banca d'Italia ha assunto la gestione dell'elenco degli agenti in attività finanziaria e dell'albo dei mediatori creditizi. Tali operatori sono collaboratori esterni di cui si avvalgono sia le banche sia gli altri intermediari finanziari. Alla fine del 2008 i mediatori creditizi iscritti nell'albo erano 107.643, di cui 9.029 società. Alla stessa data gli agenti iscritti erano 53.650, di cui 4.284 costituiti in forma societaria.

La gestione degli albi ed elenchi per questi intermediari attribuisce alla Banca d'Italia poteri di intervento sensibilmente meno estesi rispetto a quelli previsti per i soggetti sottoposti a vigilanza.

19. L'AZIONE DI VIGILANZA

La cooperazione internazionale

La cooperazione internazionale si è mossa lungo due direttrici tese a rafforzare il sistema finanziario: sono stati definiti principi comuni per l'attuazione degli interventi a tutela della stabilità predisposti durante la crisi finanziaria; sono state delineate le principali linee di riforma del quadro regolamentare, sulla base del piano d'azione approvato dai leader del Gruppo dei Venti (G20) nel vertice di Washington di novembre 2008 e delle misure di attuazione definite nel vertice di Londra di aprile 2009 (cfr. il capitolo 4: *Le riforme del sistema finanziario internazionale*).

Il coordinamento internazionale a tutela della stabilità finanziaria. – Dall'ottobre del 2008, i governi dei maggiori paesi industriali hanno intensificato le azioni e il coordinamento per fare fronte all'acuirsi della crisi finanziaria internazionale a seguito del dissesto della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers. Al vertice del Gruppo dei Sette (G7) tenutosi a Washington il 10 ottobre del 2008 sono state stabilite linee di azione comuni, ribadite il 12 ottobre dai capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro e dal Consiglio europeo del 15 e 16 ottobre: fornire sostegno alle istituzioni finanziarie a rilevanza sistemica; assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle banche; accrescere la protezione dei depositanti; rafforzare la posizione patrimoniale delle istituzioni finanziarie. È stata anche affermata la necessità di promuovere trasparenza e chiarezza delle regole contabili e maggiore coerenza con i requisiti prudenziali. È stato preso l'impegno a migliorare la cooperazione internazionale.

Gli interventi di ricapitalizzazione e il rilascio di garanzie pubbliche sulle emissioni di passività bancarie sono stati attuati dai governi europei nell'ambito di principi volti ad assicurare che il ripristino di condizioni di stabilità finanziaria abbia luogo evitando distorsioni competitive fra intermediari e fra paesi, nel rispetto del mercato unico. In tema di aiuti di stato, il 13 ottobre 2008 la Commissione europea indicava i seguenti principi: accesso non discriminatorio delle istituzioni beneficiarie; natura temporanea e limitata al minimo necessario dell'aiuto; previsione di un'adeguata remunerazione per i governi; fissazione di regole dirette a evitare strategie di mercato aggressive da parte delle banche beneficiarie; realizzazione di piani di ristrutturazione degli intermediari in difficoltà.

La Commissione europea e la Banca centrale europea (BCE) hanno definito linee guida dettagliate per gli interventi di ricapitalizzazione. Nel caso di operazioni a favore di banche fondamentalmente sane, il rendimento degli strumenti sottoscritti dai governi deve essere congruo, in linea con i tassi di rendimento di mercato; esso deve riflettere il livello di subordinazione dello strumento scelto per la ricapitalizzazione e il profilo di rischio della banca emittente. Alle banche in difficoltà dovrebbero in linea di principio essere applicate condizioni più severe; entro sei mesi dall'operazione dovrà essere presentato un piano di ristrutturazione o di liquidazione della banca. Per quanto riguarda la garanzia pubblica sull'emissione di passività bancarie, oltre alle linee guida definite in tema di aiuti di stato, la raccomandazione della BCE sulle condizioni di prezzo è diretta ad assicurare la parità delle condizioni concorrenziali e la coerenza con la politica monetaria unica.

Al fine di ridurre l'incertezza sulla qualità dei portafogli bancari e agevolare il finanziamento dell'economia, in alcuni paesi (Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Regno Unito, Svizzera e Stati Uniti) sono stati attuati o annunciati anche interventi a sostegno delle attività deteriorate.

Anche in tale ambito la Commissione e la BCE hanno definito linee guida comuni. Nella riunione del Consiglio Ecofin del 3 e 4 aprile 2009 è stata sottolineata la necessità di un'azione coordinata volta ad assicurare valutazioni uniformi delle attività nei bilanci bancari. La Comunicazione della Commissione del febbraio 2009 sul trattamento delle attività deteriorate lascia gli Stati membri liberi di scegliere le modalità attuative degli interventi, che possono prevedere il trasferimento delle attività a enti separati (bad bank) o il rilascio di garanzie su portafogli di attività trattenute nei bilanci bancari. Dovranno essere rispettati i principi di piena trasparenza e informativa al mercato, corretta valutazione delle attività, ripartizione dei rischi tra la banca e lo Stato, adeguata remunerazione per l'operatore pubblico, assenza di conflitti di interesse e adozione di appropriate misure di ristrutturazione.

Su richiesta del Comitato economico e finanziario, il Comitato europeo dei supervisori bancari (CEBS) sta coordinando la conduzione di stress test sul sistema bancario europeo, sulla base di scenari e linee guida comuni. La procedura rientra nell'attività di valutazione periodica della capacità di resistenza del sistema finanziario e non è diretta a quantificare esigenze di ricapitalizzazione di singole banche.

La revisione della regolamentazione e della supervisione finanziaria. – La crisi rende necessaria un'ampia riforma della regolamentazione e della supervisione finanziaria, tesa a riconsiderare l'estensione e l'intensità delle norme e dell'azione di vigilanza, migliorare gli standard di valutazione e trasparenza delle attività in bilancio, rafforzare la cooperazione internazionale. La constatazione che la vigilanza sui singoli intermediari (microprudenziale) non è da sola sufficiente ad assicurare la stabilità del sistema nel suo complesso ha reso urgente intensificare la vigilanza macroprudenziale e irrobustire la regolamentazione al fine di considerare attentamente i rischi sistemici.

Nella definizione del perimetro della regolamentazione andrà perseguito un approccio coordinato al fine di evitare che rischi rilevanti per il sistema finanziario possano essere generati in giurisdizioni o segmenti dell'intermediazione non soggetti ad adeguata supervisione (il cosiddetto "sistema bancario ombra"). Secondo le indicazioni del G20 tutte le istituzioni, i mercati e gli strumenti finanziari con rilevanza sistemica dovranno essere soggetti ad appropriata regolamentazione e vigilanza, con regole e controlli proporzionati al contributo di ogni operatore al rischio sistemico.

Per assicurare approcci coerenti fra i vari paesi, verranno definite a livello internazionale linee guida per accertare la natura sistemica delle istituzioni, degli strumenti e dei mercati, considerando la loro dimensione, la leva finanziaria, il grado di interconnessione con altri intermediari, lo squilibrio tra durata dell'attivo e del passivo. Gli hedge fund saranno soggetti a obblighi di registrazione presso le autorità finanziarie e di comunicazione delle informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi. Alle agenzie di rating si applicheranno obblighi di registrazione e sorveglianza per verificare il rispetto dei codici di condotta internazionali, con particolare riferimento alla prevenzione dei conflitti di interesse. È riconosciuta, in linea con le raccomandazioni del Financial Stability Forum (ora Financial Stability Board, FSB) dell'aprile 2008, la necessità di istituire piattaforme centralizzate per lo scambio di derivati di credito sottoposte a regolamentazione e vigilanza; andrà, inoltre, promossa una maggiore standardizzazione dei contratti derivati.

Le raccomandazioni dell'FSB e del G20 indicano l'esigenza di rafforzare la dotazione patrimoniale delle banche, di migliorare la qualità del capitale, di accumulare ri-

sorse eccedenti i minimi regolamentari nelle fasi espansive del ciclo, di limitare il grado di indebitamento del sistema finanziario. Dovranno inoltre essere definite linee guida per armonizzare la definizione di capitale a livello internazionale.

In linea con queste indicazioni a novembre del 2008 il Comitato di Basilea ha definito un piano di azione finalizzato ad accrescere la capacità del quadro regolamentare di Basilea II di identificare i rischi, a rafforzare la qualità e la quantità delle risorse patrimoniali, a introdurre nuove misure volte a contenere la possibilità che la regolamentazione possa acuire la naturale ciclicità dell'intermediazione finanziaria.

Per quanto riguarda il controllo dei rischi, il Comitato ha proposto modifiche per accrescere i requisiti di capitale relativi alle esposizioni nel portafoglio di negoziazione, inclusi quelli che riguardano prodotti illiquidi e complessi, sui quali si sono registrate perdite cospicue nel corso della crisi. Per le operazioni di ricartolarizzazione e per le linee di liquidità concesse a veicoli fuori bilancio sono previsti requisiti patrimoniali più elevati di quelli attuali.

Il Comitato ha suggerito di integrare l'attuale metodologia di valutazione dei rischi di mercato basata sul Value at Risk (VaR) con un requisito di capitale addizionale che includa il rischio di default e il rischio di migrazione tra classi di rating per i titoli non strutturati. Ai prodotti strutturati si applicherebbero i requisiti di capitale stabiliti per il banking book. Un'ulteriore indicazione è quella di utilizzare, per il calcolo del relativo requisito patrimoniale, misure di VaR stimate su un periodo in cui si sono verificate significative perdite da aggiungere al VaR calcolato sui dati più recenti.

Il Comitato ha anche predisposto principi per promuovere una supervisione e una gestione dei rischi più rigorose in tema di esposizioni fuori bilancio, rischio di concentrazione, attività di cartolarizzazione. Nell'ambito del processo di revisione prudenziale sono inoltre raccomandati miglioramenti nella valutazione degli strumenti finanziari, nella gestione del rischio di liquidità e nelle pratiche di stress test.

Nel settembre 2008 sono stati pubblicati i Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, con la finalità di indurre le banche a mantenere scorte di liquidità in grado di assicurare la continuità operativa anche in presenza di prolungate tensioni sui mercati. Si sottolinea la necessità di dotarsi di sistemi di gestione del rischio di liquidità robusti, in grado di fornire valutazioni prospettive, integrati nel complessivo sistema di gestione dei rischi. Gli intermediari sono stati sensibilizzati sull'opportunità di: condurre regolarmente stress test con scenari di differente severità per valutare l'adeguatezza delle riserve detenute e sviluppare appropriati piani di emergenza (contingency funding plans); assicurare piena compatibilità tra i livelli di rischio assunto dalle diverse unità operative rispetto alla disponibilità di liquidità complessiva; attuare attente politiche di gestione infragiornaliera della liquidità; alimentare riserve idonee a fronteggiare anche protratti periodi di tensione; fornire regolarmente al mercato informazioni relative alle metodologie di misurazione e gestione del rischio di liquidità e alle riserve di liquidità detenute. Si sottolinea inoltre il ruolo dell'azione di vigilanza per il rispetto dei principi e l'attuazione di interventi correttivi nel caso di debolezze nel sistema dei controlli.

Nel 2008, con l'entrata in vigore di Basilea II nella maggior parte dei principali paesi, il Comitato di Basilea e il CEBS hanno avviato il monitoraggio dei requisiti patrimoniali calcolati in base ai metodi avanzati. Tale attività consentirà di trarre indicazioni sia sull'adeguatezza del livello delle risorse di capitale detenute dalle banche sia sulla loro dinamica nel tempo.

Il Comitato di Basilea considererà l'opportunità di rivedere il livello del requisito minimo di capitale nel 2010. Con riferimento alla qualità del capitale, vi è consenso sulla proposta di accrescere nei requisiti regolamentari le componenti di qualità primaria (tier 1) e, in particolare, quelle di qualità più elevata (core tier 1).

Nel 2008 e nei primi mesi del 2009 nelle principali sedi internazionali si è lavorato intensamente per definire le linee di intervento al fine di contenere la prociclicità del sistema finanziario, soprattutto attraverso l'introduzione di strumenti regolamentari che consentano alle banche di costituire riserve di capitale (buffer) e accantonamenti a fronte di perdite nelle fasi di espansione dell'economia, da impiegare in quelle di recessione.

Sono attualmente in discussione diverse opzioni regolamentari. Una proposta, elaborata dal CEBS su impulso della Banca d'Italia, utilizza le possibilità di intervento offerte dal secondo pilastro dello schema di Basilea II e prevede l'adozione da parte dei supervisori europei di una regola automatica comune, da affiancare agli stress test sviluppati dagli intermediari, che consentirebbe di valutare l'adeguatezza dei buffer patrimoniali accumulati dalle banche e, se necessario, richiedere interventi correttivi. Le autorità internazionali stanno inoltre valutando come affiancare ai buffer patrimoniali – volti a coprire la componente inattesa delle perdite su crediti – accantonamenti a fronte delle perdite attese con connotazione anticiclica, ispirati al *dynamic provisioning* spagnolo.

La proposta del CEBS sui buffer patrimoniali si concentra sulla ciclicità del rischio di credito nei portafogli bancari e si applica alle banche che adottano la metodologia dei rating interni (approccio Internal Rating Based, IRB). Ai requisiti patrimoniali calcolati da ogni banca si applicherebbe un fattore di scala – determinato osservando la variabilità delle probabilità di default nel tempo – che riflette la differenza tra le fasi recessive dell'economia e le condizioni cicliche correnti. Lo scarto tra il requisito corretto per tenere conto della possibilità di peggioramento ciclico e quello corrente – che si riduce nelle fasi di recessione e aumenta in quelle di espansione – identifica il buffer che le banche sarebbero tenute ad accumulare nei periodi favorevoli. L'introduzione di uno stabilizzatore automatico contribuirebbe a ridurre le pressioni esterne che le autorità possono subire in condizioni di mercato esuberanti; eliminerebbe anche la necessità di giustificare l'utilizzo delle riserve accumulate nelle fasi di recessione, quando la percezione dei rischi è molto più elevata. La proposta prevede che tale benchmark sia utilizzato dai supervisori nel corso del dialogo con le banche previsto dallo SREP (Supervisory Review and Evaluation Process), lasciando in tal modo che la quantificazione del requisito patrimoniale di primo pilastro continui a basarsi sulle metodologie utilizzate dalle banche.

È in discussione anche la proposta di introdurre strumenti basati su regole semplificate – quali un livello minimo di capitale a fronte del volume di attività (*leverage ratio*) – per limitare la crescita eccessiva dell'indebitamento degli intermediari nelle fasi di forte espansione dell'attività finanziaria, assicurandosi in tal modo anche dal rischio che errori nei modelli di valutazione inducano a detenere risorse patrimoniali insufficienti.

Nel quadro delle iniziative promosse dal G20 per rafforzare il sistema finanziario, l'FSB ha emanato, nell'aprile 2009, una serie di principi volti a garantire che i sistemi di remunerazione e incentivazione tengano conto dei rischi assunti e dei risultati effettivamente conseguiti dagli intermediari. I principi, analoghi a quelli introdotti in Italia già nel marzo del 2008 (cfr. il paragrafo: *La normativa nazionale*), richiedono un attento vaglio da parte dei consigli di amministrazione, restrizioni specifiche per coloro che svolgono funzioni di controllo e adeguata trasparenza verso i soggetti interessati. Per risultare efficaci, essi devono essere opportunamente recepiti in ambito nazionale; la loro concreta applicazione dovrà essere verificata dalle autorità di vigilanza.

Anche l'Unione europea (UE) ha assunto misure volte a rafforzare il quadro normativo e di controllo sui sistemi di remunerazione nel settore finanziario. Nell'aprile di quest'anno il CEBS ha elaborato principi in materia e la Commissione europea ha emanato una raccomandazione sulle politiche di remunerazione. In sintonia con l'impostazione dell'FSB, le iniziative riguardano la struttura dei compensi, il processo di determinazione e controllo da parte degli stessi intermediari, le informazioni da rendere al mercato, il ruolo delle autorità di vigilanza. La Commissione ha anche annunciato modifiche alla direttiva sui requisiti patrimoniali di banche e imprese di investimento, per dotare le autorità di vigilanza del potere di adottare idonee misure correttive in materia di sistemi di remunerazione.

La crisi dei mercati finanziari ha anche sollecitato riflessioni sull'opportunità di modificare le regole di valutazione degli strumenti finanziari e assicurare la trasparenza nei confronti del mercato. Intensa è stata l'interazione del Comitato di Basilea e del CEBS con gli organismi contabili internazionali. Per quanto riguarda gli standard sulla valutazione (IAS 39) e sulla disclosure (IFRS 7) degli strumenti finanziari, nell'ottobre 2008 è stata consentita – in circostanze particolari – la riclassificazione in portafogli valutati al costo ammortizzato di strumenti finanziari non derivati, precedentemente valutati al fair value e allocati nei portafogli di negoziazione o disponibile per la vendita. Nel marzo 2009 lo IASB ha richiesto di fornire adeguate informazioni in merito alle metodologie di calcolo del fair value degli strumenti finanziari, distinguendo i casi in cui è possibile fare riferimento a quotazioni di mercato da quelli in cui è necessario utilizzare modelli di valutazione basati o meno su dati di mercato.

Indicazioni coerenti per il rafforzamento della cooperazione internazionale provengono dal G20, dall'FSB, dal Consiglio Ecofin e dal CEBS. Saranno costituiti collegi di supervisori per le principali istituzioni finanziarie cross-border; verranno attuati i principi dell'FSB che definiscono le procedure per la cooperazione in caso di crisi e per l'interazione dei collegi dei supervisori con le banche centrali e le autorità governative. In ambito europeo, nel 2008 i comitati di vigilanza hanno lavorato per rafforzare il ruolo dei collegi dei supervisori nella vigilanza sulle istituzioni finanziarie cross-border.

Agli inizi del 2009 il CEBS ha pubblicato un documento che riflette le prassi sviluppate dalle autorità di vigilanza che partecipano ai collegi dei maggiori gruppi bancari cross-border europei. Dall'analisi emergono progressi nello scambio di informazioni e nella cooperazione per il riconoscimento a fini regolamentari dei modelli interni di valutazione dei rischi; sono, tuttavia, necessari avanzamenti nella valutazione congiunta dei rischi e nella pianificazione delle attività di vigilanza che ne conseguono, inclusa l'attività ispettiva.

L'assetto della supervisione finanziaria in Europa. – Il rapporto redatto su incarico della Commissione europea dal gruppo di alto livello presieduto da J. de Larosière – oltre a formulare raccomandazioni in tema di adeguatezza patrimoniale, trasparenza, governance, estensione del perimetro di vigilanza – propone una riforma dell'architettura della vigilanza finanziaria europea finalizzata a rendere più incisiva l'analisi macroprudenziale e più efficace il coordinamento tra autorità nazionali nel controllo delle istituzioni cross-border. Per il rafforzamento della sorveglianza macroprudenziale si propone l'istituzione di un nuovo organismo, l'European Systemic Risk Council (ESRC) con il compito di identificare le aree di rischio che necessitano di particolare attenzione e richiedere gli interventi da parte delle autorità competenti. Il rapporto raccomanda, inoltre, la creazione di un sistema europeo di vigilanza finanziaria (European System of Financial Supervision, ESFS) con tre nuove autorità europee, distinte per settori dell'intermediazione, che sostituirebbero gli attuali Comitati di terzo livello. Una proposta di attuazione della Commissione europea, che intenderebbe accelerare il processo di riforma per concluderlo entro il 2010, verrà presentata al Consiglio Ecofin del 9 giugno e al prossimo Consiglio UE.

Secondo le indicazioni del Rapporto, l'ESRC dovrebbe essere composto dai membri del Consiglio generale della BCE, dai presidenti dei Comitati di terzo livello e da un rappresentante della Commissione europea; sarebbe diretto dal presidente della BCE, che metterebbe a disposizione anche le strutture logistiche e il personale. Per quanto riguarda l'ESFS, l'architettura proposta continuerebbe a basarsi sul decentramento delle responsabilità di vigilanza a livello nazionale e sui collegi dei supervisori. Le nuove

autorità di vigilanza europee funzionerebbero come centri di coordinamento, svolgendo alcuni compiti a livello accentrato, tra cui: la mediazione con effetti vincolanti tra autorità di vigilanza responsabili dei gruppi cross-border; l'emanazione di standard di vigilanza di comune applicazione, la supervisione delle attività dei collegi dei supervisori, l'autorizzazione e la vigilanza di istituzioni di rilievo europeo come le agenzie di rating e le infrastrutture di post-trading.

La normativa dell'Unione europea

È stata approvata nel maggio di quest'anno una revisione della direttiva sui requisiti di capitale delle banche, contenente previsioni volte a migliorare la vigilanza sui gruppi cross-border e la collaborazione fra autorità, la gestione dei rischi derivanti dall'attività di cartolarizzazione, le regole in tema di concentrazione dei rischi e ad armonizzare i criteri per l'inclusione degli strumenti ibridi nel patrimonio di vigilanza.

La novità di maggior rilievo riguarda l'obbligo per l'autorità che esercita la vigilanza consolidata di costituire collegi dei supervisori per tutti i gruppi bancari dell'Unione con insediamenti esteri. I compiti di coordinamento dell'autorità che esercita la vigilanza consolidata sono stati estesi alla valutazione dell'adeguatezza patrimoniale nell'ambito del secondo pilastro. La normativa rafforza i canali di comunicazione tra le autorità di vigilanza e le banche centrali in situazioni di emergenza e dispone che le autorità nazionali debbano tenere conto dell'impatto potenziale delle proprie decisioni sugli altri Stati membri.

È previsto un trattamento prudenziale più severo per le esposizioni connesse con operazioni di cartolarizzazione, sia attraverso un inasprimento dei requisiti patrimoniali per quelle più rischiose, sia imponendo presidi di carattere organizzativo e gestionale più rigorosi.

Al fine di meglio calibrare gli incentivi dei soggetti coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione (originator, banca investitrice e sponsor) è richiesto all'originator (nonché all'eventuale sponsor) di impegnarsi a trattenere una quota almeno pari al 5 per cento del rischio relativo alle attività trasferite.

Sono inoltre modificate le previsioni in materia di concentrazione dei rischi ed è introdotta una disciplina armonizzata sulle caratteristiche degli strumenti ibridi di capitale e sui limiti di inclusione nel patrimonio di vigilanza.

Le modifiche in tema di concentrazione dei rischi riguardano, tra l'altro: l'eliminazione del trattamento preferenziale per le esposizioni interbancarie; l'introduzione di un unico limite quantitativo alle esposizioni (25 per cento del patrimonio di vigilanza); l'abolizione del limite complessivo e di quello previsto nei confronti di soggetti collegati. Con riguardo alla disciplina del capitale, gli strumenti ibridi dovranno possedere qualità patrimoniali più forti rispetto alle strutture contrattuali utilizzate in passato, soprattutto in termini di flessibilità dei pagamenti e capacità di assorbimento delle perdite; vengono previsti tre limiti per l'inclusione nel patrimonio (15, 35, 50 per cento), crescenti in funzione della qualità degli strumenti: l'ammontare complessivo degli strumenti ibridi potrà raggiungere il 50 per cento del tier 1 solo in presenza di strumenti automaticamente convertibili in azioni al verificarsi di situazioni di deterioramento patrimoniale. Il CEBS è chiamato a definire linee guida per assicurare un'applicazione coerente della nuova disciplina all'interno della UE.

L'11 marzo 2009 è stata adottata la direttiva 2009/14/EC in materia di garanzia dei depositi, che innalza il livello di copertura minimo per depositante (a 50.000 euro a partire dal 30 giugno 2009 e a 100.000 dal 31 dicembre 2009); elimina la clausola

di coassicurazione, che consentiva agli Stati membri la possibilità di porre a carico dei depositanti una quota di perdite nella misura massima del 10 per cento; riduce i tempi di rimborso.

Parlamento europeo e Consiglio della UE hanno raggiunto, nell'aprile di quest'anno, l'accordo su un nuovo regolamento per le agenzie di rating, che prevede la registrazione delle società che rispettano i requisiti concernenti l'indipendenza, i conflitti di interesse, la professionalità e la correttezza del personale, la metodologia di valutazione, la trasparenza.

Nell'aprile 2009 la Commissione, coerentemente con il piano d'azione del G20, ha approvato una proposta di direttiva volta a sottoporre ad autorizzazione e vigilanza le società di gestione di fondi di investimento alternativi, inclusi gli hedge fund e i fondi di private equity, con portafogli in gestione superiori a soglie differenziate in relazione alla leva finanziaria e, quindi, al contributo al rischio sistemico. Oltre a prevedere requisiti prudenziali e regole di condotta per le società di gestione, la proposta introduce puntuali obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza, degli investitori e degli altri portatori di interessi.

È in via di emanazione la direttiva che rivede la disciplina dei fondi comuni di investimento armonizzati, al fine di promuovere l'integrazione e l'operatività cross-border nel settore del risparmio gestito.

Saranno consentite, sulla base di regole armonizzate, fusioni tra fondi di paesi diversi, riconosciute le strutture di tipo master/feeder (in cui il fondo feeder investe tutto o quasi il proprio patrimonio nel fondo master di un altro paese); sarà permesso alle società di gestione autorizzate in un paese membro di istituire fondi comuni in altri Stati membri (cosiddetto passaporto europeo delle società di gestione). È prevista l'adozione di misure di attuazione relative, tra l'altro, alle regole organizzative e di risk management delle società di gestione.

La normativa nazionale

Misure anticrisi. – Dall'ottobre del 2008, nella fase di intensa crisi dei mercati finanziari, Governo e Parlamento, con il supporto della Banca d'Italia, hanno adottato provvedimenti volti a ristabilire la fiducia nel sistema finanziario. Le misure per ricapitalizzare le banche, favorire il finanziamento dell'economia, sostenere la liquidità, tutelare i depositanti sono state assunte ricorrendo inizialmente alla decretazione d'urgenza (decreti legge 9 ottobre 2008, n. 155, 13 ottobre 2008, n. 157 e 29 novembre 2008, n. 185), poi confermate nelle leggi di conversione (4 dicembre 2008, n. 190 e 28 gennaio 2009, n. 2).

Sono state previste due diverse misure di sostegno patrimoniale: la prima si rivolge a banche in situazione di difficoltà; la seconda a istituti fondamentalmente sani, con l'obiettivo di garantire adeguati flussi di finanziamento all'economia.

Il primo provvedimento (decreto legge n. 155/2008) consente al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) di sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2009, aumenti di capitale di banche o capogruppo bancarie italiane che versino in situazione di inadeguatezza patrimoniale; le azioni sottoscritte dal Ministero sono prive di diritti di voto, privilegiate nella distribuzione dei dividendi, riscattabili dall'emittente. L'intervento pubblico è accompagnato da un piano di stabilizzazione e rafforzamento valutato dalla Banca d'Italia tenendo anche conto delle politiche dei dividendi deliberate dall'assemblea della banca richiedente.

Per le banche fondamentalmente sane il decreto legge n. 185/2008 (articolo 12) dà facoltà al MEF di sottoscrivere, fino al 31 dicembre 2009, strumenti finanziari emessi da banche o capogruppo bancarie italiane quotate, computabili nel patrimonio di vigilanza, riscattabili o convertibili in azioni a facoltà dell'emittente. L'accesso a questa misura è valutato dalla Banca d'Italia tenendo conto del profilo patrimoniale della banca e delle caratteristiche degli strumenti finanziari. Le banche richiedenti devono adottare un codice etico, in particolare per le politiche di remunerazione dei vertici aziendali, e prendere impegni, sulla base di un protocollo di intenti, in ordine al livello e alle condizioni di credito da assicurare a piccole e medie imprese e famiglie. La misura è stata resa operativa nel febbraio 2009 con un decreto attuativo del MEF, positivamente valutato dalla Commissione europea alla luce della disciplina sugli aiuti di stato (cfr. il riquadro: Gli strumenti per la ricapitalizzazione delle banche italiane, in Bollettino economico, n. 56, 2009); in marzo un accordo quadro tra il Ministero e l'Associazione bancaria italiana (ABI) ha definito le linee guida dei singoli protocolli di intenti. Il MEF ha il compito di riferire periodicamente al Parlamento sull'evoluzione del finanziamento all'economia; speciali Osservatori sono stati istituiti presso le Prefetture dei capoluoghi di regione, con il compito di riferire a un Osservatorio nazionale presso il Ministero. La Banca d'Italia contribuisce al monitoraggio attraverso la trasmissione al Ministero di dati in forma aggregata e su base territoriale.

Il potenziamento del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese (PMI), previsto dall'art. 11 del decreto legge n. 185/2008, viene attuato introducendo la garanzia di ultima istanza dello Stato sugli interventi del Fondo. Questo consente un trattamento prudenziale più favorevole delle garanzie dirette rilasciate dal Fondo e agevola in tal modo il finanziamento delle PMI.

A sostegno della liquidità, il decreto legge n. 157/2008 – confluito in sede di conversione nel decreto legge n. 155/2008 – ha introdotto strumenti per garantire le nuove passività delle banche e agevolare il rifinanziamento con la banca centrale (cfr. il riquadro: *Le misure adottate in Italia per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009).

Il MEF può concedere, sino alla fine del 2009, la garanzia dello Stato: su strumenti finanziari di debito emessi dalle banche, con durata residua tra tre mesi e cinque anni; a favore di soggetti italiani che prestano alle stesse banche titoli stanziabili per le operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Il MEF può altresì effettuare operazioni temporanee di scambio con le banche fornendo titoli di Stato in cambio di passività bancarie di nuova emissione. Altre misure prevedono la semplificazione della prestazione di finanziamenti da parte della Banca d'Italia agli intermediari per far fronte a esigenze di liquidità e il ricorso alle procedure di gestione delle crisi anche in caso di grave illiquidità della banca.

Per rafforzare il sistema di tutela dei depositanti il decreto legge n. 155/2008 autorizza il MEF a fornire, per tre anni, la garanzia integrativa dello Stato sui depositi bancari (cfr. il riquadro: *Provvedimenti delle autorità italiane per la stabilità del sistema finanziario*, in *Bollettino economico*, n. 54, 2008).

La crisi finanziaria ha investito a livello mondiale anche il settore del risparmio gestito; tensioni di liquidità si sono manifestate soprattutto tra gli hedge fund, nel nostro paese prevalentemente fondi di fondi speculativi. Per attenuare gli effetti della crisi, l'art. 14 del decreto legge n. 185/2008, attuato con un provvedimento della Banca d'Italia del dicembre 2008, prevede che le società di gestione, sino al 31 dicembre 2009, possano modificare, con efficacia immediata, i regolamenti dei fondi speculativi per introdurre clausole volte a graduare i rimborsi delle quote in presenza di elevati flussi netti di riscatto (*gates*) e a trasferire le attività illiquide del fondo speculativo in un fondo comune di investimento di tipo chiuso appositamente istituito, gestito con finalità di smobilizzo degli attivi (*side pockets*; cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari non bancari e la gestione del risparmio*).

Rapporti tra intermediari e clienti. – Nel marzo 2009 la Banca d'Italia ha avviato una consultazione in tema di nuove norme sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e sulla correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti. La riforma semplifica la documentazione di trasparenza ed è volta a favorire la comparabilità delle informazioni, rafforzare la tutela della clientela, tenere conto dei più recenti interventi del legislatore.

La disciplina è graduata a seconda del tipo di clientela e delle caratteristiche dei servizi: per quelli offerti alla clientela al dettaglio sono previste disposizioni più stringenti; per gli altri, norme di principio. Chiarezza e comparabilità delle informazioni che gli intermediari devono fornire vengono favorite attraverso la standardizzazione di alcuni documenti: l'avviso con i principali diritti del cliente, i fogli informativi e i documenti di sintesi per i conti correnti e i mutui alla clientela. Per questi prodotti, più diffusi, vengono anche previste guide pratiche. Un maggiore impiego di indicatori sintetici di costo, esteso a conti correnti e aperture di credito alla clientela al dettaglio, consente una migliore e più immediata comparabilità dei costi. Si agevola e valorizza l'impiego di internet, quale canale meno costoso, in tutte le fasi del rapporto (informativa precontrattuale, conclusione del contratto, comunicazioni periodiche). Cultura aziendale e buona organizzazione sono anch'esse leve importanti per assicurare comportamenti trasparenti e corretti: si prefigurano quindi in capo agli intermediari obblighi di natura organizzativa volti ad assicurare che sia prestata adeguata attenzione al cliente in ogni fase della loro attività. Per promuovere una riduzione del contenzioso e della conflittualità con la clientela vengono introdotte regole per la corretta ed efficace gestione dei reclami.

Le soluzioni proposte sono state vagliate alla luce dei risultati di un'analisi preliminare di impatto della regolamentazione; una valutazione definitiva – che beneficerebbe anche delle informazioni raccolte nel corso della consultazione – sarà fornita all'atto dell'emanazione della normativa.

L'analisi di impatto della regolamentazione (AIR) ha la finalità di individuare in modo analitico i possibili effetti economici dell'intervento regolamentare e di migliorare la trasparenza e l'accountability dell'azione normativa. L'AIR prevede due fasi: la prima esamina i fallimenti del mercato e della regolamentazione, evidenziando sia gli aspetti teorici sia quelli empirici alla base della revisione della normativa; la seconda, in cui trova spazio l'analisi costi-benefici, identifica gli effetti economici che diverse opzioni regolamentari potrebbero produrre sulle principali categorie di soggetti interessati dall'azione regolamentare. Per la clientela bancaria, le iniziative sulla trasparenza consentirebbero una più immediata comparabilità dei costi e una maggiore coerenza tra le proprie esigenze e le scelte effettuate. Per gli intermediari, la maggiore trasparenza sulle caratteristiche e sui costi dei prodotti finanziari contribuirebbe a contenere i rischi di reputazione e legali. Alcuni degli interventi di semplificazione previsti potrebbero ridurre i costi di compliance, mentre un incremento potrebbe derivare dal potenziamento dei presidi organizzativi. Tale ultimo effetto sarebbe tuttavia più che compensato dai benefici in termini di riduzione dei rischi operativi, di reputazione e legali.

Nel luglio 2008 il CICR, con delibera assunta in attuazione dell'articolo 128-bis del Testo unico bancario (TUB) su proposta della Banca d'Italia, ha delineato il campo di applicazione, la struttura e le regole di funzionamento dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie tra intermediari e clientela relative a operazioni e servizi bancari e finanziari. Oltre al potere di definire la disciplina, alla Banca d'Italia sono affidati compiti di organizzazione dei nuovi sistemi, cui gli intermediari sono tenuti ad aderire. A marzo scorso la Banca d'Italia ha pubblicato per la consultazione una bozza di regolamentazione attuativa. Le procedure previste assicurano ai clienti uno strumento agevole ed economico per far valere i propri diritti e migliorare la correttezza delle relazioni con gli intermediari.

Nel corso del 2008 il legislatore è intervenuto con una serie di misure concernenti i mutui immobiliari volte a consentire alle famiglie di fronteggiare l'evoluzione del quadro macroeconomico.

Il MEF e l'ABI hanno stipulato, a giugno del 2008, una convenzione (in base all'art. 3 del decreto legge 27 maggio 2008, n. 93, convertito con la legge 24 luglio 2008, n. 126), aperta all'adesione degli intermediari, che ha permesso ai titolari di mutui a tasso variabile di ottenere la stabilizzazione delle rate rispetto all'ammontare pagato nel 2006; per seguirne l'applicazione è stato costituito presso il Ministero un Osservatorio al quale partecipa anche la Banca d'Italia.

Il decreto legge n. 185/2008 ha previsto che l'importo delle rate dei mutui a tasso non fisso per l'acquisto dell'abitazione principale da corrispondere nel corso del 2009 sia calcolato applicando il maggiore tra il 4 per cento e il tasso stabilito dal contratto di mutuo al momento della stipula; il costo dell'agevolazione è sostenuto dallo Stato (cfr. il capitolo 14: La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese). Inoltre, gli intermediari devono assicurare al cliente la possibilità di stipulare, per l'acquisto dell'abitazione principale, mutui indicizzati al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale della BCE; il tasso complessivo applicato deve essere in linea con quello praticato per le altre forme di indicizzazione offerte. Per assicurare pubblicità a questo prodotto nell'ambito del ventaglio delle offerte delle banche, la Banca d'Italia ha chiesto agli intermediari di predisporre un documento che sintetizzi, per tutti i mutui offerti, le principali caratteristiche. Il decreto legge n. 185 ha inoltre introdotto la sanzionabilità dell'inosservanza delle disposizioni in materia di portabilità dei finanziamenti di cui al decreto legge 31 gennaio 2007, n. 7 convertito, con modificazioni, dalla legge 2 aprile 2007, n. 40 (cfr. il capitolo 22: L'azione di Vigilanza nella Relazione sull'anno 2007).

Ulteriori innovazioni riguardano la commissione di massimo scoperto (CMS) e le altre clausole che remunerano la banca per la messa a disposizione di fondi a favore del cliente.

Con il decreto legge n. 185/2008 si esclude la possibilità di applicare la CMS a fronte di utilizzi in assenza di fido; si consente, a determinate condizioni, l'applicazione della CMS per i conti affidati con saldo a debito per un periodo continuativo pari o superiore a 30 giorni; si ammette un corrispettivo per la messa a disposizione di fondi proporzionale all'importo e alla durata dell'affidamento purché predeterminato con un patto scritto non rinnovabile tacitamente; si richiede l'inclusione di questi oneri nel calcolo del tasso ai fini antiusura. Nelle nuove Istruzioni in materia di rilevazione trimestrale dei tassi effettivi globali medi (TEGM) ai sensi della legge antiusura, pubblicate dalla Banca d'Italia per la consultazione a maggio 2009, la CMS e gli altri oneri connessi con l'erogazione del credito sono stati inclusi nel calcolo del tasso.

Assetti proprietari e rapporti banca-impresa. – A novembre 2008 è stato eliminato (art. 14 del decreto legge n. 185/2008) il divieto per le imprese non finanziarie di acquisire partecipazioni di controllo o superiori al 15 per cento in banche.

La modifica costituisce una parziale attuazione della direttiva CE 5 settembre 2007, n. 44 in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento (cfr. il capitolo 16: L'azione di Vigilanza nella Relazione sull'anno 2006). La disciplina comunitaria, di armonizzazione massima, non consente agli Stati membri di mantenere o introdurre regole più stringenti. Il 21 marzo 2009 è scaduto il termine di recepimento; anche in assenza di un provvedimento legislativo di attuazione, le previsioni della direttiva sono applicabili alle istanze per l'acquisizione di partecipazioni. La Banca d'Italia ha reso note le modalità con cui valuterà le istanze.

Nel luglio del 2008 il CICR, su proposta della Banca d'Italia, ha approvato due deliberazioni. La prima riguarda le partecipazioni detenibili dalle banche: in linea con la disciplina comunitaria e l'indirizzo seguito negli altri maggiori paesi europei, vengono resi meno stringenti i limiti per l'acquisizione di interessenze in soggetti non finanziari. La seconda deliberazione, in materia di attività di rischio delle banche verso i soggetti collegati (cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2007), stabilisce limiti quantitativi e regole procedurali volti a presidiare i conflitti di interesse nelle relazioni con parti correlate.

Normativa in materia di governance. – Nel marzo 2008 la Banca d'Italia ha emanato le Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle

banche (cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2007). Queste includono principi e linee applicative per la definizione dei sistemi di remunerazione e incentivazione, che anticipano soluzioni poi affermate anche in ambito internazionale (cfr. il paragrafo: *La cooperazione internazionale*). Entro il 30 giugno 2009 le banche e i gruppi bancari devono assicurare il rispetto pieno e sostanziale delle disposizioni, verificando la coerenza dei propri assetti di governo e realizzando gli eventuali interventi correttivi.

Nel febbraio del 2009 sono stati forniti chiarimenti e precisazioni di carattere operativo per consentire una corretta e omogenea applicazione in merito ad alcuni profili: tempi, modalità di recepimento e ambito applicativo delle disposizioni; modalità per agevolare la partecipazione dei soci in assemblea e assicurarne l'adeguata rappresentanza negli organi aziendali; ruolo dell'assemblea nell'approvazione del progetto di governo societario nonché tempi e contenuti dello stesso; requisiti dei componenti degli organi sociali; ruolo del presidente del consiglio di amministrazione; contenuti dell'informativa all'assemblea sui meccanismi di remunerazione e incentivazione. Sono stati individuati indicatori di complessità delle banche per agevolare l'applicazione della normativa secondo il criterio di proporzionalità. In aprile si è richiamata l'importanza del rispetto tempestivo delle regole in materia di remunerazione e incentivazione con riferimento sia alla struttura dei compensi (corretto bilanciamento tra componenti fisse e variabili; ancoraggio dei compensi a indici di performance corretti per il rischio e a risultati effettivi e duraturi; restrizioni per i soggetti che svolgono funzioni di controllo), sia al processo di elaborazione e approvazione (ruolo del comitato interno all'organo di amministrazione, coinvolgimento dell'assemblea). È stato chiesto al sistema bancario di trasmettere alla Banca d'Italia il documento sulle politiche di remunerazione predisposto per le assemblee.

A seguito di un confronto con le associazioni rappresentative di categoria, a marzo è stata valutata favorevolmente una nuova versione dello "statuto tipo" delle banche di credito cooperativo, integrato per tenere conto delle nuove regole di governance. In caso di adozione dello "statuto tipo", l'accertamento circa la compatibilità delle modifiche statutarie con la sana e prudente gestione potrà essere svolto dalla Banca d'Italia con una procedura semplificata.

Normativa prudenziale. – La normativa prudenziale è oggetto di costante aggiornamento, per tenere conto dell'evoluzione del mercato e dei prodotti, della necessità di assicurare un pieno allineamento tra la disciplina nazionale e quella comunitaria, delle raccomandazioni degli organismi della cooperazione internazionale, del confronto con gli operatori.

Nel dicembre del 2008, in linea con le raccomandazioni dell'FSB, sono state fornite precisazioni sull'utilizzo, da parte delle banche e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del TUB, dei rating esterni ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito nel metodo standardizzato.

È stato chiarito che i rating rappresentano uno degli elementi che contribuiscono alla definizione del quadro informativo sulla qualità creditizia del cliente, senza esaurire il processo di valutazione del merito di credito che gli intermediari devono svolgere nei confronti della clientela. L'insieme delle informazioni disponibili può, infatti, indurre gli intermediari a formulare valutazioni difformi da quelle prodotte dai rating. In tal senso, è stato richiesto agli intermediari di verificare periodicamente la coerenza dei rating esterni rispetto alle analisi autonomamente effettuate sulla qualità dei soggetti finanziati, comunicando gli esiti di tali valutazioni alla Banca d'Italia nel caso in cui emergano significativi e frequenti disallineamenti.

Gestione collettiva del risparmio. – Nel settore della gestione collettiva del risparmio, le iniziative normative hanno ampliato l'autonomia operativa delle società, valorizzando le capacità gestionali e di controllo dei rischi degli operatori.

Nel dicembre del 2008 è stato modificato il regolamento sulla gestione collettiva del risparmio per rivedere le regole di investimento dei fondi comuni aperti armonizzati. La disciplina recepisce la direttiva CE 19 marzo 2007, n. 16, in materia di investimenti ammissibili per gli OICVM (direttiva "eligible assets"), e le indicazioni della raccomandazione della Commissione europea 2004/383, in materia di utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte dei fondi comuni. Le nuove norme ampliano lo spettro degli investimenti ammissibili per i fondi ricomprendendo, tra l'altro, i derivati di credito e le quote di fondi chiusi; riconoscono agli OICR la possibilità di calcolare i limiti di esposizione in derivati, previsti dalla normativa, utilizzando modelli interni, previa verifica da parte della Banca d'Italia del rispetto di specifici limiti quantitativi all'esposizione dei fondi verso strumenti derivati e della sussistenza di adeguati requisiti organizzativi da parte della SGR.

In linea con le soluzioni normative individuate lo scorso anno dal gruppo di lavoro promosso dalla Banca d'Italia per rilanciare l'industria del risparmio gestito (cfr. il capitolo 22: *L'azione di Vigilanza* nella Relazione sull'anno 2007), l'articolo 14 del decreto legge n. 185 ha abrogato il numero massimo di partecipanti ai fondi speculativi, in precedenza pari a 200.

Intermediazione finanziaria. – Nel settore dell'intermediazione finanziaria è stata avviata una revisione complessiva della disciplina.

Il disegno di legge comunitaria per il 2008, in connessione con il recepimento della direttiva sul credito ai consumatori, reca una delega al Governo in base alla quale rivedere la disciplina degli intermediari finanziari contenuta nel TUB, oltre a quella degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi.

Con riferimento agli intermediari finanziari i criteri di delega prevedono: la rideterminazione dei requisiti per l'iscrizione negli elenchi, in modo da renderli più selettivi; l'introduzione di sistemi di controllo più efficaci, modulati sulle attività svolte dagli intermediari; l'attribuzione alla Banca d'Italia delle competenze in materia di procedimento sanzionatorio; l'introduzione di nuove forme d'intervento, tra cui il divieto di intraprendere nuove operazioni e il potere di sospensione; viene inoltre rafforzato il potere di cancellazione. Per i mediatori creditizi e gli agenti in attività finanziaria i criteri prevedono: l'innalzamento dei requisiti professionali per l'iscrizione negli elenchi e l'istituzione di un organismo incaricato di gestire gli elenchi stessi; l'attribuzione alla Banca d'Italia della vigilanza sull'organismo e del potere di prescrivere specifiche regole di condotta per mediatori e agenti; la disciplina dell'impianto sanzionatorio.

Sul piano della regolamentazione secondaria nel corso del 2009 sono stati adottati due provvedimenti. Il decreto del MEF del 17 febbraio ha modificato i criteri di iscrizione negli elenchi previsti dal TUB.

Le principali novità riguardano: l'esclusione dagli obblighi di iscrizione delle società per la cartolarizzazione nell'elenco speciale e delle società che detengono partecipazioni (senza svolgere attività finanziarie nei confronti delle partecipate) nella specifica sezione dell'elenco generale; l'eliminazione del requisito dei mezzi patrimoniali per l'iscrizione nell'elenco speciale; l'irrelevanza ai fini della disciplina dell'intermediazione finanziaria di alcune attività (ad esempio, servizio di distribuzione di carte di credito).

Il secondo provvedimento, emanato dalla Banca d'Italia in maggio, ha ridisciplinato in modo organico l'iscrizione degli intermediari nell'elenco generale previsto dall'art. 106 del TUB.

Il provvedimento rafforza i controlli sugli intermediari: vengono ampliate le informazioni richieste in sede di iscrizione e valorizzata la responsabilità degli intermediari nella verifica dei requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale.

L'attività di controllo sulle banche

Il processo di controllo prudenziale. – Nel corso del 2008, con l'entrata in vigore delle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche (Basilea II), la Banca d'Italia ha rinnovato il modello di controllo degli intermediari, adottando un approccio maggiormente focalizzato sulla situazione consolidata, sui rischi e graduato in relazione alle dimensioni, alla rilevanza sistemica e alle criticità dei diversi operatori.

Il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) accerta che gli intermediari mantengano presidi patrimoniali e organizzativi adeguati rispetto ai rischi assunti. Si compone di un insieme di attività che consentono alla Vigilanza di esprimere una valutazione annuale sulla situazione attuale e prospettica di ciascun intermediario e determinare, se necessario, l'adozione di misure correttive. Metodi e procedure di vigilanza sono stati ridisegnati con una nuova "Guida per l'attività di Vigilanza". Secondo un approccio unitario alla supervisione, a distanza e ispettiva e su tutti i soggetti vigilati, le nuove metodologie forniscono schemi di analisi per ciascun profilo di rischio, valorizzando il patrimonio informativo disponibile per la vigilanza e il confronto con gli intermediari. La Vigilanza si avvia a concludere il primo ciclo di valutazione sulla base del nuovo modello di controllo.

L'analisi dell'esposizione ai rischi, basata in primo luogo sulle segnalazioni di vigilanza, è stata integrata per i principali gruppi con i dati generati dai "sistemi interni riconosciuti", previsti dal primo pilastro di Basilea II, e con le informazioni del processo di autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*, ICAAP). Dall'esame dei primi resoconti ICAAP pervenuti a fine 2008 sono emersi aspetti suscettibili di miglioramento. Va rafforzata la consapevolezza delle banche sulla centralità del processo nella pianificazione aziendale e perseguito l'utilizzo dei risultati dell'analisi ai fini della gestione. Sul piano metodologico, ampi sono gli spazi per ottimizzare le modalità di identificazione, misurazione, valutazione e gestione dei rischi per i quali non sono disponibili metodologie regolamentari. Soprattutto per le banche a operatività più complessa, emerge la necessità di un rafforzamento dell'approccio seguito per gli esercizi di stress test.

L'attività finalizzata al rilascio dei provvedimenti amministrativi di competenza si è svolta nel quadro del costante confronto con gli intermediari.

È proseguita l'azione preventiva per promuovere assetti organizzativi stabili e affidabili; sono stati enfatizzati il contributo e le responsabilità delle strutture di controllo interno; specifico rilievo è stato attribuito alla funzione di compliance, di recente istituzione presso la maggior parte delle banche, preposta principalmente al presidio dei rischi legali e di reputazione.

Nei confronti dei maggiori gruppi bancari è aumentato il ricorso all'accertamento ispettivo per approfondire specifiche tematiche o singoli profili di rischio, per verificare l'attuazione delle misure correttive promosse dalla Vigilanza e valutare compiutamente gli effetti del deterioramento congiunturale. Particolare attenzione è stata riservata all'adeguatezza patrimoniale e alla gestione del rischio di liquidità, all'attività creditizia nei confronti di clientela al dettaglio e a quella in strumenti derivati, al completamento dell'integrazione tra strutture, sistemi informativi e culture aziendali nell'ambito delle concentrazioni societarie.

L'attività ispettiva, che nel 2008 ha riguardato 150 banche, con attivi pari al 55 per cento dell'intero sistema, ha consentito un più accurato esame della funzionalità degli assetti di governo e dell'efficacia del sistema dei controlli interni; vulnerabilità in questi profili hanno mostrato di poter incidere negativamente sugli equilibri tecnici aziendali, specie nel segmento delle banche minori specializzate.

Nel corso dei primi mesi del 2009 è proseguita l'azione di supervisione sui maggiori fattori di rischio; sono state condotte ispezioni mirate a valutare l'evoluzione del rischio di credito, soprattutto nel segmento corporate. Presso alcuni dei principali gruppi bancari hanno preso avvio verifiche sull'adeguatezza organizzativa per garantire la continuità operativa. Sono in corso accertamenti presso gruppi con operatività cross-border, in collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi coinvolti, anche al fine di valutare il rischio di liquidità a livello di gruppo. Tale collaborazione è divenuta prassi sistematica.

Sistemi di misurazione dei rischi. – Diversi gruppi bancari che hanno messo a punto sistemi avanzati di misurazione dei rischi di credito e operativi ne hanno chiesto alla Vigilanza il riconoscimento ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali. Nell'ambito dei relativi processi di convalida, avviati anche prima della presentazione dell'istanza formale, si sono alternati momenti di analisi a distanza e approfondimenti in sede ispettiva.

I gruppi UniCredit, Credem, Monte dei Paschi di Siena e Intesa Sanpaolo sono stati autorizzati ad adottare propri sistemi IRB per la misurazione dei rischi di credito. Con riferimento alla misurazione dei rischi operativi, oggetto di convalida sono stati i sistemi AMA (Advanced Measurement Approach) di UniCredit e Monte dei Paschi di Siena; si è conclusa la fase di pre-convalida del metodo AMA del gruppo Intesa Sanpaolo, che precede la presentazione dell'istanza formale.

Il riconoscimento a fini prudenziali dei sistemi interni di misurazione dei rischi prevede il controllo rigoroso del rispetto dei requisiti quantitativi, organizzativi e dei sistemi informativi previsti dalla normativa. A fronte di alcuni disallineamenti, non tali da compromettere la validità complessiva dei sistemi IRB e AMA, la Banca d'Italia ha richiesto interventi correttivi per assicurare piena conformità alle disposizioni e ha dettato specifiche prescrizioni per la determinazione dei requisiti patrimoniali. La permanenza nel tempo delle originarie condizioni di affidabilità dei sistemi convalidati è oggetto di attento monitoraggio. L'obiettivo è quello di instaurare un sistema di incentivi che induca a migliorare le tecniche di governo, gestione e controllo dei rischi. L'analisi della Vigilanza si è anche concentrata sull'attuazione dei piani volti a estendere il perimetro di applicazione dei sistemi convalidati a ulteriori portafogli di attività ovvero a componenti del gruppo inizialmente escluse (piani di roll out). L'esame della performance dei sistemi convalidati, avviato anche in sede ispettiva, si è intensificato nell'attuale difficile fase ciclica.

Controlli sulla governance. – L'adeguatezza del sistema di governo aziendale ha costituito oggetto di interventi da parte della Vigilanza, anche per agevolare l'entrata in vigore delle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario del marzo 2008 (cfr. il paragrafo: *La normativa nazionale*). È stata richiamata l'attenzione sulla composizione quali-quantitativa degli organi aziendali, sulla tutela delle diverse componenti azionarie e la loro rappresentanza, sul ruolo del presidente del consiglio di amministrazione nell'assicurare una corretta dialettica interna e il bilanciamento dei poteri. In seguito all'esame dei progetti di modifica degli statuti, in alcuni casi è stato chiesto alle banche di rivedere le soluzioni individuate, al fine di assicurare il recepimento sostanziale dei principi normativi. In linea con gli orientamenti internazionali, sono stati avviati approfondimenti sui sistemi di remunerazione e incentivazione.

La vigilanza sui gruppi internazionali di matrice italiana. – Per i due gruppi italiani a maggiore vocazione internazionale, dal 2008 si è intensificata, per frequenza e contenuti, l'attività dei collegi dei supervisor. Quattro sono state le riunioni organizzate in sessione plenaria; dieci quelle alle quali ha partecipato un più ristretto numero di autorità. Sono proseguite le analisi riferite al primo pilastro, finalizzate a estendere il perimetro di applicazione dei modelli interni già convalidati; nell'ambito del secondo pilastro, sono state avviate attività volte al coordinamento dei processi di valutazione dei rischi e dei sistemi di governo e controllo di gruppo.

Le esigenze di cooperazione con le autorità estere sono particolarmente significative per il gruppo UniCredit, in relazione alla sua articolata proiezione internazionale. Si sono tenute numerose riunioni del collegio; nell'attuale fase di crisi dei mercati, ampio spazio è stato dedicato allo scambio di informazioni e all'esame dei rischi, a livello consolidato e di singola filiazione estera. Sono stati confrontati i metodi e i criteri di valutazione dei profili di rischio, i processi di analisi, le attività svolte; è stato esaminato congiuntamente il modello di capitale economico del gruppo. L'accordo su un programma di massima di approfondimenti cartolari e ispettivi per l'anno in corso ha facilitato lo svolgimento in via congiunta o concertata di ispezioni a carattere tematico su importanti componenti del gruppo insediate in vari paesi. Per migliorare la collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi dell'Europa centro orientale sono stati anche organizzati numerosi incontri bilaterali.

L'azione di vigilanza sulle banche durante la crisi finanziaria. – Dalle prime fasi della turbolenza finanziaria, l'azione della Banca d'Italia si è fatta più intensa sotto il profilo conoscitivo e sul fronte degli interventi. Le analisi sono state condotte con cadenza molto più ravvicinata; informazioni trasmesse a fronte di richieste specifiche hanno spesso integrato quelle fornite su base periodica dagli intermediari; approfondimenti con il MEF e le altre autorità di vigilanza nazionali sono stati condotti nel corso delle riunioni del Comitato per la Salvaguardia della Stabilità Finanziaria.

Il monitoraggio dei livelli di patrimonializzazione del sistema è stato rafforzato, accrescendone la frequenza. Nel luglio 2008 è stata richiamata l'attenzione delle banche sulla necessità di adottare criteri di prudenza nella gestione e nella pianificazione delle risorse patrimoniali; gli intermediari sono stati invitati a cogliere ogni occasione per irrobustire, nelle forme più appropriate, il patrimonio e a presidiarne la qualità. Nonostante la difficile situazione congiunturale, alla fine dell'anno il patrimonio di vigilanza è risultato in aumento rispetto al 2007 (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Le banche hanno perseguito politiche di capital management, anche prevedendo la dismissione di attività non strategiche; alcuni intermediari hanno azzerato o ridotto i dividendi dell'esercizio o hanno distribuito gli utili mediante assegnazione di nuove azioni. Sono state inoltrate quattro richieste per accedere alla misura pubblica di rafforzamento patrimoniale che prevede la sottoscrizione da parte del MEF di strumenti finanziari computabili nel patrimonio di vigilanza (cfr. il paragrafo: La normativa nazionale); altre banche di rilievo hanno anticipato di volersi avvalere della medesima possibilità.

Il monitoraggio del rischio di liquidità, avviato nell'autunno del 2007 con cadenza settimanale, è stato esteso alla quasi totalità delle banche italiane e alle filiazioni di banche estere; è divenuto giornaliero per le situazioni più tese e per gli intermediari sistemici; periodicamente sono state esaminate simulazioni basate su scenari di stress. Il confronto con i responsabili aziendali ha riguardato anche i presidi organizzativi che assicurano l'efficace controllo di tale rischio. È stato chiesto di mantenere la posizione di liquidità pareggiata entro il mese, tenuto conto delle attività stanziabili non impegnate; richiami specifici sono stati rivolti a taluni intermediari particolarmente esposti. Sono stati utilizzati accertamenti ispettivi mirati. Anche in esito all'azione di forte stimolo e costante monitoraggio esercitata, le banche hanno incrementato la dotazione di attività prontamente liquidabili, affrontando così le fasi di maggiore tensione in una situazione di accresciuta solidità (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

È continuato il vaglio sugli strumenti finanziari più complessi, in particolare i prodotti strutturati di credito. In relazione al peggioramento delle condizioni di liquidità dei mercati per questi prodotti, alle banche con le posizioni più rilevanti sono state richieste informazioni dettagliate sull'evoluzione dei portafogli e sui processi adottati per il pricing. Ferma restando la responsabilità ultima delle banche in ordine alle valutazioni, sono state analizzate le rettifiche di valore adottate sulle diverse categorie di

titoli. L'esposizione del sistema bancario italiano, già contenuta, si è ridotta nel corso dell'anno (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

All'indomani del dissesto di Lehman Brothers è stata effettuata una ricognizione dei rapporti intrattenuti dalle banche italiane con questo intermediario e avviato un monitoraggio costante sulle esposizioni verso i principali intermediari esteri mediante un'apposita rilevazione.

Nonostante le molteplici relazioni delle banche italiane con il gruppo statunitense e i bassi valori attesi di recupero dei crediti, gli effetti del dissesto della Lehman Brothers sulla redditività si sono rivelati contenuti, riflettendo la tendenza delle banche ad acquisire sistematicamente garanzie sulle esposizioni maturate a fronte della negoziazione di derivati e la sostanziale tenuta degli accordi di netting. La gestione dei rischi di controparte e il miglioramento delle attività di post-trading continuano a essere oggetto di osservazione.

Dato il peggioramento del quadro congiunturale, è stata ulteriormente rafforzata la sorveglianza sull'evoluzione della qualità degli attivi. Sono stati effettuati esercizi di stress per valutare la resistenza degli intermediari a scenari macroeconomici negativi (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

L'esposizione delle banche italiane nei confronti dei paesi dell'Europa centro orientale e l'evoluzione della situazione economica dell'area sono oggetto di costante esame, anche grazie alla proficua collaborazione instaurata con le autorità di vigilanza locali; alle capogruppo degli intermediari maggiormente presenti nell'area è stato chiesto di prestare particolare attenzione a tale profilo di rischio nello svolgimento dei periodici stress test.

La vigilanza sulle banche specializzate. – La crisi finanziaria ha prodotto effetti sulle banche specializzate, richiedendo alcuni specifici interventi di vigilanza. Si tratta di intermediari, spesso facenti capo a gruppi bancari, con un'attività prevalente nei settori del leasing, factoring, credito al consumo, servizi d'investimento e altre attività quali la concessione di mutui, il rilascio di garanzie, la gestione delle partite anomale. Il loro peso sul totale del sistema (misurato in base ai requisiti patrimoniali) è di circa il 10 per cento.

Per alcune banche specializzate la crisi è risultata severa. In particolare, per le aziende operanti nella distribuzione dei prodotti finanziari si è registrato un netto calo dei volumi intermediati e della redditività; i gruppi interessati hanno dovuto prestare attenzione all'insorgere di ulteriori rischi di natura operativa e reputazionale, nonché alla gestione e al controllo delle reti distributive. Le banche attive nei servizi di consulenza e nel private banking sono risultate esposte soprattutto ai rischi di controparte e di mercato connessi con l'attività di negoziazione in conto proprio, per effetto del fallimento di alcuni grandi emittenti esteri e del calo generalizzato dei corsi dei valori mobiliari; esse sono esposte anche ai rischi di liquidità dovuti alla difficoltà di smobilizzare alcune rilevanti posizioni detenute in portafoglio. Gli intermediari specializzati nell'erogazione del credito attraverso forme non tradizionali hanno dovuto fronteggiare tensioni di liquidità in relazione alla forte dipendenza della loro provvista dai mercati interbancari e dalle cartolarizzazioni.

La Vigilanza ha proceduto a un attento scrutinio delle situazioni di difficoltà di alcuni intermediari, favorendo, ove possibile, soluzioni di mercato. Riscontrate le anomalie sin dalle fasi iniziali, ha sottoposto le aziende a uno stretto monitoraggio, anche attraverso accertamenti ispettivi.

Controlli antiriciclaggio. – Dal primo gennaio 2008 i compiti di contrasto al riciclaggio, un tempo spettanti all'Ufficio italiano cambi, sono responsabilità della

Banca d'Italia. In tale quadro, la Vigilanza ha il potere di emanare disposizioni secondarie in tema di adeguata verifica della clientela, di registrazione dei relativi dati, di organizzazione e controlli interni e di verificare, anche in via ispettiva, il rispetto da parte di intermediari bancari e finanziari della normativa antiriciclaggio. All'interno della Banca d'Italia, in posizione di autonomia e indipendenza, è istituita l'Unità di informazione finanziaria (UIF), che costituisce la struttura nazionale incaricata di ricevere, analizzare e comunicare alle autorità competenti le informazioni che riguardano ipotesi di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo. La collocazione della UIF presso la Banca d'Italia favorisce lo sviluppo di sinergie con la Vigilanza, in funzione del comune obiettivo di preservare il sistema bancario e finanziario dal rischio di essere, anche inconsapevolmente, strumentalizzato dalla criminalità organizzata; la condivisione di basi dati, lo scambio di informazioni e il coordinamento operativo accrescono l'efficacia dell'azione comune.

Vigilanza e UIF hanno delineato, ognuna nell'ambito delle proprie competenze, un impegnativo programma di accertamenti dedicati alla prevenzione del riciclaggio. Sono state effettuate verifiche nell'ambito delle ordinarie ispezioni di vigilanza, ispezioni mirate all'accertamento del rispetto degli obblighi antiriciclaggio presso le direzioni generali degli intermediari, controlli, su base territoriale, presso singole dipendenze di banche o intermediari finanziari, approfondimenti ispettivi di segnalazioni di operazioni sospette. L'attività di verifica condotta presso gli intermediari è stata intensa. Sono emersi casi di mancato o non adeguato assolvimento degli obblighi imposti dalla normativa: registrazioni incomplete negli archivi aziendali, verifiche insufficienti sulla clientela, processi carenti di valutazione delle operazioni anomale, omissioni nella segnalazione di operazioni sospette, scarsa formazione del personale, metodologie di controllo troppo poco incisive. Sono stati sanzionati i comportamenti anomali e sono state richieste le necessarie azioni correttive; la Vigilanza ha effettuato ripetuti richiami alle banche e agli altri intermediari. I poteri di verifica della Vigilanza e della UIF si esplicano anche attraverso l'esame delle segnalazioni inoltrate dagli organi di controllo degli intermediari vigilati in ordine alle infrazioni delle quali abbiano avuto notizia nello svolgimento dei propri compiti.

Vigilanza e UIF hanno presentato numerose denunce all'autorità giudiziaria (26 la Vigilanza, 31 la UIF); agli organi investigativi sono stati inoltrati approfondimenti finanziari su oltre 13.300 segnalazioni di operazioni sospette; alla Guardia di Finanza sono state fornite, con oltre 300 comunicazioni, tutte le informazioni disponibili per assistere i piani di verifiche antiriciclaggio. L'attività di controllo ha consentito, tra l'altro, di porre in luce gravi irregolarità nei rapporti tra banche italiane e intermediari della Repubblica di San Marino, oggetto di attenzione da parte della magistratura, alla quale è stata prestata la più ampia collaborazione. La Banca d'Italia ha diramato al sistema istruzioni sulle corrette modalità di assolvimento degli obblighi antiriciclaggio nei rapporti con controparti insediate in San Marino.

L'attività sanzionatoria. – Nel 2008 la Banca d'Italia ha adottato provvedimenti sanzionatori nei confronti di circa 600 esponenti di intermediari bancari e finanziari, per un ammontare complessivo di circa nove milioni di euro. Le irregolarità, accertate prevalentemente nel corso di verifiche ispettive, hanno riguardato essenzialmente carenze organizzative e del sistema dei controlli interni, con frequente riferimento al processo di erogazione, gestione e controllo del credito. Sono state avviate procedure sanzionatorie anche per le anomalie rilevate nell'area finanza e per omessa o carente informativa alla Vigilanza.

L'attività di controllo sugli intermediari non bancari

Le SGR. – Nel 2008 l'attività di analisi, controllo e intervento sulla situazione tecnica delle SGR e sui rischi dei fondi gestiti è stata intensa: alle difficoltà strutturali del settore si sono associate quelle derivanti dalla crisi che avrebbero potuto alimentare, se non opportunamente gestite, un'ulteriore sfiducia da parte dei risparmiatori. La Vigilanza è stata impegnata a verificare i processi di revisione delle strategie, della struttura dell'offerta e dell'assetto organizzativo e proprietario degli intermediari.

L'attività di intervento si è indirizzata prevalentemente nei confronti delle SGR con sistemi di governo inadeguati, debolezze nell'assetto dei controlli e anomalie operative. Con riguardo a queste ultime l'azione correttiva si è concentrata sulle modalità di svolgimento delle attività amministrative e di calcolo del valore delle quote, sul controllo dei limiti posti agli investimenti, sui presidi di verifica dell'adeguatezza dei sistemi informativi, specie in caso di affidamento dei servizi di amministrazione e contabilità a fornitori esterni. Gli intermediari sono stati sollecitati ad adottare assetti organizzativi coerenti con il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 29 ottobre 2007.

Nel luglio del 2008 la Vigilanza ha richiamato l'attenzione delle SGR operanti nella gestione di fondi aperti speculativi e altri non armonizzati sulla necessità di adottare opportuni presidi volti a garantire un'adeguata liquidità degli attivi. Tali presidi devono promuovere strategie coerenti con i tempi dei rimborsi e consentire la valutazione e il monitoraggio degli strumenti finanziari complessi presenti nei portafogli. Nella seconda metà del 2008, l'acuirsi della crisi finanziaria si è riflesso negativamente sulla situazione di liquidità dei fondi comuni aperti, anche in relazione alle difficoltà di alcune importanti controparti estere. È stata intensificata l'analisi sulla situazione finanziaria e sui rischi dei fondi gestiti, condotta mediante specifiche richieste agli intermediari, elaborazioni delle segnalazioni di vigilanza, stress test.

In Italia la maggior parte dei fondi comuni aperti di tipo speculativo (hedge fund) è costituita da fondi di fondi che investono in OICR di diritto estero; per i fondi italiani lo smobilizzo degli attivi segue i tempi e le regole previste nei regolamenti dei fondi target, i quali a fronte di consistenti richieste di rimborso prevedono normalmente meccanismi per dilazionare o sospendere i riscatti mediante attivazione, rispettivamente, di gates e side pockets.

Nell'ultimo trimestre del 2008, per effetto del consistente aumento delle domande di riscatto da parte dei sottoscrittori e dell'attivazione di misure quali i *gates* e i *side pockets* da parte dei fondi esteri presenti nei portafogli, il problema della liquidità è diventato pressante per i fondi speculativi. Gli interventi legislativi (art. 14 del decreto legge del 29 novembre 2008, n. 185 e regolamento della Banca d'Italia del 16 dicembre 2008) hanno consentito anche alle SGR italiane di attivare queste misure, dotandole di strumenti alternativi alla liquidazione dei fondi (cfr. il paragrafo: *La normativa nazionale*). La rimozione del vincolo al numero massimo di partecipanti per ciascun fondo speculativo (200) favorisce l'accorpamento dei fondi, può migliorarne l'efficienza gestionale e ridurre le situazioni di tensione. Alcuni operatori si sono avvalsi delle facoltà introdotte dalla nuova disciplina.

I fondi chiusi, in particolare quelli immobiliari, possono incorrere in situazioni di tensione in caso di difficoltà nel realizzare i piani di smobilizzo del portafoglio in prossimità delle scadenze previste dai regolamenti o in presenza di un elevato indebitamento. Alcune SGR attive nella gestione dei fondi immobiliari hanno recentemente segnalato che le crescenti difficoltà nel reperire i finanziamenti da parte dei possibili acquirenti stanno ritardando la realizzazione delle vendite degli immobili rispetto ai tempi previsti. La maggior parte dei regolamenti dei fondi chiusi prevede la possibilità di prorogare

la durata del fondo, ovvero chiedere alla Banca d'Italia un periodo di "grazia" durante il quale la SGR non può realizzare nuove operazioni di investimento ma deve completare la dismissione del portafoglio in essere alla scadenza del fondo. La concessione del periodo di "grazia" è oggetto di attenta valutazione. Il ricorso alla proroga o alla "grazia" deve essere ponderato con attenzione dalle SGR in relazione ai riflessi reputazionali che tali scelte comportano. La Vigilanza ha ribadito l'opportunità che gli intermediari incorporino tempestivamente nei piani di gestione dei fondi le variazioni degli scenari di mercato, al fine di avviare per tempo le iniziative di dismissione e rispettare gli obiettivi e i tempi prospettati ai sottoscrittori nei regolamenti di gestione. Per ridurre i rischi legali e reputazionali è stata anche richiamata la necessità di un adeguato presidio dei conflitti di interesse e di preservare l'autonomia delle SGR nella gestione dei fondi.

Nel dicembre 2008 una specifica analisi ha riguardato l'esposizione della clientela italiana nei confronti dei prodotti gestiti dalla Bernard L. Madoff Investment Securities, casa statunitense di brokeraggio e advisor di fondi speculativi, protagonista di una malversazione basata su uno schema che offriva rendimenti garantiti agli investitori utilizzando le somme versate da nuovi clienti (cosiddetto *Ponzi scheme*). Dall'indagine è emerso che 30 fondi di diritto italiano, in prevalenza speculativi, risultavano esposti a tali prodotti; l'esposizione era pari al 4,8 per cento del valore netto di tali fondi ed era concentrata sui patrimoni gestiti da due intermediari, uno dei quali, a seguito di quanto emerso da accertamenti ispettivi condotti dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, è stato sottoposto nel 2009 a provvedimenti di rigore. L'incidenza dell'esposizione sul totale del patrimonio gestito dai fondi aperti era pari allo 0,07 per cento.

La malversazione sarebbe stata favorita dalla concentrazione presso la società di gestione del gruppo Madoff dei compiti di custodia delle attività dei fondi e dal fatto che gli incarichi della banca "custode" fossero limitati alla gestione dei flussi finanziari delle sottoscrizioni e dei rimborsi. Nell'ordinamento italiano, in linea con le direttive europee, un simile modello non sarebbe ammesso, poiché i fondi comuni devono appoggiarsi a una banca depositaria con il compito di custodire le attività dei fondi e verificare la conformità delle operazioni disposte dalla SGR alla legge e al regolamento del fondo; i rendiconti dei fondi sono sottoposti a revisione contabile da parte di una società di revisione iscritta nell'apposito albo tenuto dalla Consob.

L'attività di controllo nei confronti delle SIM. – La crisi dei mercati si è riflessa sull'operatività e sulla situazione tecnica delle SIM: la caduta dei corsi azionari e la più elevata preferenza per la liquidità da parte degli investitori, che si sono accentuate nella seconda metà dell'anno, hanno eroso la redditività e comportato risultati negativi per circa la metà degli intermediari. La Vigilanza ha condotto analisi al fine di valutare in anticipo l'impatto di tale andamento sull'adeguatezza patrimoniale, sollecitando, ove necessario, l'adozione delle opportune misure correttive. La sfavorevole situazione dei mercati ha inoltre indotto alcuni intermediari ad avviare il processo di uscita dal mercato (liquidazione volontaria, fusione o trasformazione in succursale di operatori esteri); l'azione di Vigilanza è volta a verificare che tali processi avvengano in modo ordinato e senza effetti negativi per la clientela.

Sono stati inoltre effettuati interventi di natura conoscitiva, al fine di acquisire aggiornamenti sull'evoluzione della situazione aziendale e sulle soluzioni adottate in materia di articolazione dei controlli interni. Nei casi caratterizzati da particolari anomalie gestionali sono state richieste le opportune azioni correttive. Intensa è stata infine l'attività di interlocuzione con gli intermediari (circa un terzo del totale) interessati dalla nuova disciplina in materia di gruppi di SIM, con l'obiettivo di approfondire l'articolazione dei gruppi, le modalità di esercizio dei poteri di coordinamento e di controllo da parte della capogruppo e l'adeguatezza del patrimonio di vigilanza consolidato.

L'attività di controllo nei confronti degli intermediari ex art. 107 TUB. – Il negativo andamento dell'economia ha avuto ripercussioni differenziate sugli intermediari iscritti nell'elenco speciale: mentre il settore del factoring, tradizionalmente anticiclico, ha mantenuto un andamento positivo, quello del leasing e soprattutto quello del credito al consumo hanno richiesto, da parte della Vigilanza, interventi incisivi. Essi hanno riguardato la ricapitalizzazione degli intermediari la cui qualità dell'attivo si era deteriorata. In tale contesto, per gli intermediari non appartenenti a gruppi bancari, l'azione di vigilanza ha anche riguardato le iniziative intraprese per conseguire il rispetto dei requisiti patrimoniali; è stata favorita l'adozione dei metodi avanzati di calcolo di tali requisiti. Più in generale, la Vigilanza ha insistito sull'importanza di adeguati assetti organizzativi e di governo dell'azienda, capaci di promuovere e supportare un'adeguata azione di monitoraggio, gestione e controllo dei rischi.

Il controllo sugli intermediari ex art. 106 TUB e sui mediatori e gli agenti. – Tra gli intermediari finanziari non bancari iscritti nell'elenco generale ex art. 106 TUB, gli agenti in attività finanziaria e i mediatori creditizi vi sono soggetti caratterizzati da operatività contenuta, solidità patrimoniale limitata e professionalità incerta.

Nel corso del 2008 e nei primi mesi del 2009 è stata intensificata l'attività di controllo nei confronti degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 TUB e, a fronte delle irregolarità riscontrate, sono stati avviati procedimenti sanzionatori e di cancellazione degli stessi dal citato elenco.

L'attività svolta per la cancellazione, relativa anche ai primi mesi del 2009, ha riguardato 76 intermediari; per 32 di essi il procedimento si è concluso con la cancellazione a seguito dell'accertato mancato rispetto dei requisiti per l'iscrizione ovvero per gravi violazioni di norme di legge. Particolare attenzione è stata prestata nei confronti delle società esercenti l'attività di rilascio di garanzie, alle quali è riferibile oltre la metà delle cancellazioni. Sono stati avviati procedimenti per la cancellazione anche nei confronti di società finanziarie che erogano prestiti nella forma della cessione del quinto dello stipendio. Sono state per la prima volta introdotte segnalazioni statistiche periodiche al fine di acquisire informazioni in via continuativa sulle società iscritte nell'elenco generale.

Nel corso dell'anno sono stati effettuati controlli sui mediatori e sugli agenti in attività finanziaria, al fine di verificare il possesso dei requisiti autocertificati in sede di iscrizione. È stata intensificata la cooperazione con la Guardia di Finanza. Nei confronti degli agenti iscritti nell'elenco si è intrapresa un'azione di verifica della loro effettiva attività; in esito a tale iniziativa, che ha comportato l'esame di circa 18.500 dichiarazioni, sono stati finora cancellati d'ufficio 11.539 agenti.

Riconoscimento delle ECAI. – La disciplina prudenziale prevede la possibilità per gli intermediari di determinare i coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito sulla base delle valutazioni rilasciate da agenzie esterne (ECAI) riconosciute dalla Banca d'Italia. La crisi ha messo in luce la centralità del rating nel fenomeno del trasferimento del rischio di credito. In tale contesto, la Vigilanza sta rafforzando l'attività di verifica dei requisiti alla base del riconoscimento: oggettività della metodologia, indipendenza, revisione periodica dei giudizi, reputazione sul mercato, trasparenza.

Nel corso del 2008 è stata riconosciuta l'agenzia internazionale Standard & Poor's (oggetto di preliminare valutazione congiunta con le autorità di vigilanza di altri stati membri della UE, così come le agenzie Fitch Ratings e Moody's, già riconosciute nel 2007) e l'agenzia italiana Lince. Quest'ultima opera unicamente sul territorio nazionale rilasciando rating non richiesti dal soggetto valutato (unsolicited).

La protezione del consumatore

Nel corso del 2008 nell'attività relativa alla protezione del consumatore è stato intensificato il controllo sugli intermediari, ridefinita la regolamentazione secondaria in materia, rafforzata l'attenzione nei confronti degli utenti dei servizi bancari e finanziari, anche avviando iniziative di educazione finanziaria.

I controlli sul rispetto della normativa di trasparenza, effettuati tenendo anche conto degli esposti pervenuti all'Istituto, sono stati capillari e hanno evidenziato carenze. A conclusione dell'iter di valutazione degli esiti delle verifiche sono stati adottati interventi di vigilanza commisurati alla rilevanza e alla tipologia delle anomalie riscontrate.

Nel corso del 2008 le Filiali dell'Istituto hanno condotto verifiche di trasparenza su 464 dipendenze di 105 banche, 129 dipendenze di Poste Italiane spa e 107 dipendenze di 21 intermediari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB. A tali accertamenti si aggiungono quelli condotti per la prima volta su un campione di 15 intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale ex art. 106 del TUB e i controlli effettuati nel corso dell'ordinaria attività ispettiva di vigilanza, che hanno riguardato 131 banche, 17 società finanziarie ex art. 107 TUB e 14 società finanziarie ex art. 106 TUB. È stata anche verificata la conformità dei siti internet delle banche e delle società finanziarie alle disposizioni in materia di trasparenza.

Le carenze emerse hanno in prevalenza riguardato: gli adempimenti relativi alla pubblicità nei confronti della clientela (aggiornamento degli avvisi e dei fogli informativi; informativa precontrattuale); la pattuizione contrattuale ovvero l'applicazione di spese non adeguatamente pubblicizzate; l'assenza di una adeguata informativa sulla portabilità dei finanziamenti e l'estinzione anticipata dei mutui. Da parte degli intermediari finanziari è inoltre emersa una diffusa inosservanza degli obblighi di trasparenza previsti per l'offerta fuori sede. Sono state avviate procedure sanzionatorie nei confronti di 43 intermediari, in conseguenza di violazioni delle disposizioni concernenti la pubblicità delle condizioni offerte. In 52 casi, pur non ricorrendo gli estremi formali per sanzionare, gli intermediari sono stati sollecitati a un rispetto più rigoroso della normativa, a rivedere gli schemi contrattuali in uso, ad adottare assetti e controlli interni idonei a migliorare la qualità delle relazioni con la clientela. Ove necessario, è stato chiesto di rimborsare oneri addebitati alla clientela ma non preventivamente pubblicizzati.

Nel corso dell'anno sono pervenuti alla Banca d'Italia oltre 5.000 esposti, riferiti per la maggior parte alla gestione del credito (conti correnti, mutui e altri affidamenti), alla prestazione di servizi d'investimento, agli strumenti di pagamento (bancomat, carte di credito, assegni), a presunte violazioni della disciplina in materia di trasparenza. Per gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale ex art. 106 del TUB e i mediatori creditizi, le segnalazioni hanno inoltre avuto a oggetto l'attività di rilascio garanzie e l'eccessiva onerosità delle commissioni applicate ai servizi di mediazione.

In coerenza con le linee di gestione degli esposti adottate nel 2007, la Banca d'Italia fornisce in ogni singolo caso riscontro agli interessati e invita l'intermediario a rispondere in modo adeguato e sollecito al proprio cliente e a darne puntuale informativa alla Vigilanza, una procedura che nel corso del 2008 è stata estesa anche agli intermediari finanziari iscritti all'elenco generale ex art. 106 del TUB e agli altri soggetti già sottoposti ai controlli dell'Ufficio italiano cambi (mediatori creditizi, agenti in attività finanziaria, cambiavalute).

Attraverso l'analisi delle risposte ricevute dagli intermediari la Banca verifica la sussistenza di aspetti di rilievo per i profili di competenza e attiva, se del caso, gli opportuni interventi di vigilanza (lettere di richiamo, richiesta di accertamenti interni, verifiche di trasparenza, avvio di procedimenti sanzionatori).

Il pur limitato periodo di applicazione delle nuove linee di gestione degli esposti ha fatto emergere miglioramenti nei tempi di risposta degli intermediari, in media più contenuti rispetto al passato. Segnali positivi si evidenziano anche sul piano della qualità dei riscontri forniti alle richieste degli utenti, da parte dei quali si registra una minore reiterazione delle istanze. In diversi casi, intermediari e clienti risultano essere pervenuti a forme di composizione delle questioni sottoposte all'attenzione della Vigilanza.

L'educazione finanziaria. – L'accresciuta complessità e articolazione dei prodotti finanziari, il maggior ricorso all'indebitamento da parte delle famiglie, l'allungamento delle aspettative di durata della vita, i cambiamenti nei regimi pensionistici sono i principali fattori che richiedono una crescita delle conoscenze nel campo finanziario.

L'innalzamento del livello della cultura finanziaria può accrescere la domanda di prodotti di migliore qualità, avvicinare fasce di popolazione più deboli ai prodotti bancari e finanziari, stimolare l'efficienza, il grado di innovazione e la competitività degli intermediari, apportare benefici nel rapporto fiduciario tra banche e clientela.

In applicazione del Memorandum di intesa siglato nel 2007 tra la Banca d'Italia e il Ministero dell'Istruzione, dell'università e della ricerca è entrato nella fase di concreta attuazione il progetto sperimentale di formazione in materia economica e finanziaria presso un campione di scuole italiane (cfr. il paragrafo del capitolo 3: *I rapporti con le Amministrazioni pubbliche e l'Autorità giudiziaria* nella *Relazione al Parlamento e al Governo* del 2008).

I lavori, coordinati dal Comitato paritetico e dal Comitato tecnico, entrambi composti da rappresentanti delle due istituzioni, hanno condotto all'individuazione dei contenuti didattici e metodologici del progetto. Nei primi mesi del 2009, una volta illustrato ai docenti il materiale tecnico predisposto in materia di moneta, strumenti alternativi di pagamento e conto corrente, è stato effettuato un test di rilevazione delle conoscenze finanziarie degli studenti prima dello svolgimento delle lezioni in aula; una seconda rilevazione è stata condotta a maggio dopo la conclusione del ciclo formativo. I risultati di entrambe le sessioni di test hanno evidenziato il contributo apportato dalla formazione al miglioramento delle conoscenze ai diversi livelli scolastici. Anche in relazione ai risultati raggiunti, d'intesa con il Ministero, nel prossimo anno scolastico il progetto sarà ulteriormente sviluppato con l'ampliamento del campione delle scuole coinvolte e con l'affinamento degli strumenti di misurazione degli effetti degli interventi formativi.

**IL SISTEMA DEI PAGAMENTI, I MERCATI
E LE LORO INFRASTRUTTURE**

20. LE INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI ALL'INGROSSO E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO

La crisi finanziaria del 2008 si è accompagnata a un progressivo deterioramento delle condizioni di liquidità dei mercati finanziari. In seguito al dissesto di Lehman Brothers, avvenuto in settembre, sui mercati interbancari si sono accentuati i premi per il rischio e sul mercato dei titoli governativi si sono ampliati i differenziali tra i rendimenti dei titoli dei Paesi con merito creditizio più basso e quelli dei titoli benchmark (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*).

Nonostante le turbolenze, i sistemi di regolamento e i meccanismi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari hanno continuato a operare in maniera ordinata, anche grazie all'abbondante liquidità messa a disposizione dalle banche centrali. I maggiori e più frequenti margini di garanzia richiesti dalle controparti centrali a fronte dell'aumentata volatilità dei mercati sono stati corrisposti dai partecipanti senza difficoltà di rilievo; solo nei giorni immediatamente successivi al dissesto di Lehman Brothers si è verificato un aumento delle transazioni in titoli in attesa di regolamento.

In Italia le infrastrutture di negoziazione dei titoli di Stato e dei depositi interbancari (MTS ed e-MID), del sistema di regolamento titoli (Monte Titoli) e di controparte centrale (Cassa di compensazione e garanzia) hanno risentito, nei volumi trattati, del calo dell'attività registrata sui mercati finanziari. La percezione dei rischi di controparte e di liquidità si è riflessa soprattutto sul mercato interbancario e, in particolare, sulle scadenze più lunghe per le quali gli scambi si sono decisamente rarefatti. La Banca d'Italia, consapevole della rilevanza del mercato interbancario ai fini della conduzione della politica monetaria e della stabilità finanziaria, ha promosso la costituzione di un nuovo segmento del mercato interbancario con caratteristiche idonee a superare i fattori che, nell'attuale fase, ostacolano la fluidità degli scambi.

Lo sviluppo dei prodotti derivati trattati over-the-counter, in particolare dei credit default swap, conferma l'esigenza di rafforzarne i meccanismi di regolamento e garanzia, ora prevalentemente basati su sistemi bilaterali e non standardizzati. Dopo le indicazioni espresse in questo senso dal Financial Stability Forum già nell'aprile del 2008, nuove sollecitazioni sono state rivolte da parte di banche centrali e autorità politiche; due controparti centrali hanno attivato iniziative in tal senso tra la fine del 2008 e il primo trimestre del 2009. Alla metà del mese in corso il Tesoro americano ha presentato al Congresso la proposta di un ampio intervento legislativo nel quale è anche previsto l'utilizzo di controparti centrali per la compensazione dei derivati over-the-counter standardizzati.

Il 19 maggio 2008 è stata completata, nel rispetto dei tempi previsti, la migrazione del terzo e ultimo gruppo di paesi, fra cui l'Italia, a TARGET2, il nuovo sistema di

regolamento lordo realizzato e gestito congiuntamente dalla Banque de France, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banca d'Italia per conto dell'Eurosistema. Con la migrazione della piazza finanziaria italiana a TARGET2, il sistema di regolamento lordo BI-Rel è stato dismesso e sostituito dalla componente italiana di TARGET2 (TARGET2-Banca d'Italia).

La valutazione condotta dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle altre banche centrali dell'Eurosistema, nell'ambito delle funzioni di sorveglianza sul sistema dei pagamenti, approvata dal Governing Council nello scorso dicembre, ha confermato la piena rispondenza del nuovo sistema TARGET2 agli standard di sorveglianza adottati dall'Eurosistema (i Core Principles for Systemically Important Payment Systems pubblicati dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e le Business Continuity Oversight Expectations approvate dalla BCE).

Per favorire l'integrazione del sistema dei pagamenti europeo, l'Eurosistema ha avviato nel 2009 la fase realizzativa dei progetti TARGET2-Securities (T2S), per il regolamento in euro in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli, e Collateral Central Bank Management (CCBM2), per la gestione in un sistema unico delle garanzie utilizzate nelle operazioni con l'Eurosistema. Con TARGET2-Securities verrà migliorata l'efficienza e la concorrenza dei servizi di post-trading, anche grazie allo sfruttamento delle sinergie conseguibili con TARGET2 che consentiranno di ridurre i costi e di avere soluzioni avanzate per la business continuity. Con il CCBM2 le banche potranno utilizzare servizi armonizzati nella gestione delle garanzie, con guadagni di efficienza anche nella gestione della liquidità. I progetti permetteranno infine agli operatori di gestire in modo integrato nell'area dell'euro la liquidità, le posizioni in titoli e le garanzie impiegate nelle operazioni con l'Eurosistema.

Nell'Unione europea (UE) sono stati rafforzati gli accordi di cooperazione tra autorità. Nel giugno del 2008 è stato definito il "Memorandum of Understanding on co-operation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on cross border financial stability" per la gestione e la risoluzione delle crisi cross border.

Il regolamento in base monetaria

Nel 2008 TARGET2 ha trattato in media giornaliera quasi 370.000 pagamenti per un controvalore di circa 2.670 miliardi, rispettivamente il 59 e il 90 per cento dei trasferimenti di fondi eseguiti attraverso i principali sistemi della UE. La crescita dei pagamenti regolati in TARGET2 è stata pari all'1 per cento in termini di numero e al 10 per cento in termini di importo. I pagamenti regolati in Euro1, il maggiore tra i sistemi alternativi, sono stati pari in media giornaliera a 287 miliardi, con un incremento del 26 per cento rispetto al 2007. La crescita nei due sistemi è da attribuire anche alla chiusura del sistema Paris Net Settlement (PNS) i cui flussi sono confluiti per due terzi in Euro1 e per circa un terzo in TARGET2.

La crescita degli importi nel 2008 è stata fortemente influenzata dall'ampio ricorso nell'ultimo trimestre al deposito overnight e alle rilevanti operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. L'incremento ha inoltre risentito dell'inclusione nei dati di TARGET2 di pagamenti di natura "tecnica" (trasferimenti di liquidità tra due conti detenuti dallo stesso operatore presso la stessa banca centrale),

introdotti con il nuovo sistema, che hanno contribuito ad aumentare artificialmente il valore dei pagamenti, in particolare di quelli domestici per i quali l'incremento è stato del 18 per cento circa.

Nel 2008 i flussi trattati dai sistemi italiani di compensazione e di regolamento gestiti dalla Banca d'Italia, inclusi quelli regolati nel nuovo sistema TARGET2-Banca d'Italia, sono stati pari a oltre 54.000 miliardi, in riduzione di oltre il 4 per cento rispetto all'anno precedente; i flussi si sono commisurati a 34,4 volte il PIL (tav. 20.1).

Tavola 20.1

Flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento (miliardi di euro)						
ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi	
	Flussi lordi (a) BI-Comp	Saldi multilaterali			(d)=(a+b+c)	(d)/PIL (3)
		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	26,4
2005	3.181	376	2.531	37.656	43.368	30,3
2006	3.402	420	2.818	43.635	49.855	33,5
2007	3.376	415	3.123	49.902	56.401	36,5
2008	3.449	444	4.111	46.476	54.036	34,4

Fonte: elaborazioni su dati SIA-SSB, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (1) Comprese le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste Italiane spa. Dal 19 maggio 2008, in corrispondenza della migrazione al sistema TARGET2, i saldi delle Sezioni di tesoreria provinciale sono compresi in quelli della Banca d'Italia. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. – (2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel/TARGET2-Banca d'Italia. – (3) Per i valori del PIL cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La riduzione dei flussi ha trovato riscontro nella contrazione del 9,1 per cento del traffico SWIFT, più marcata in Italia che negli altri principali paesi. Nel primo trimestre del 2009 la contrazione è risultata del 36,8 per cento rispetto all'anno precedente.

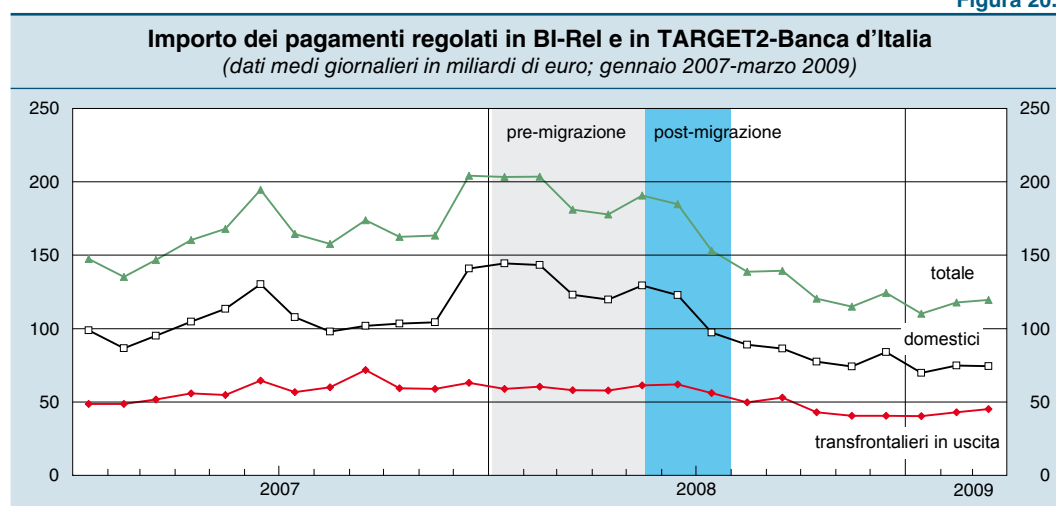
Nel sistema di regolamento lordo italiano, rispetto al 2007, i flussi si sono ridotti, in media giornaliera, di circa 7 miliardi. La riduzione ha riguardato i pagamenti interbancari, diminuiti dell'11,9 per cento, mentre le operazioni disposte dalla clientela sono risultate in aumento del 17,8 per cento.

Nel sistema di regolamento lordo vengono regolati anche i saldi dei sistemi ancillari domestici (i sistemi di compensazione dei pagamenti al dettaglio, il mercato interbancario, i sistemi di regolamento dei titoli, i sistemi di controparte centrale), nonché quelli delle banche italiane operative nei sistemi ancillari internazionali (Euro1 e il sistema di regolamento multivalutario Continuous Linked Settlement). I primi hanno mostrato un incremento significativo rispetto all'anno precedente (circa il 24 per cento), quasi interamente attribuibile al regolamento dei saldi della liquidazione netta di Express II. L'importo giornaliero dei pagamenti relativi ai saldi dei sistemi ancillari internazionali è risultato pari a circa 2,4 miliardi, in linea con i valori dell'anno precedente (2,5 miliardi).

La riduzione dei flussi regolati nell'anno è riconducibile da un lato alla migrazione a TARGET2-Banca d'Italia, dall'altro all'accentuarsi della crisi nell'ultimo trimestre

dell'anno (cfr. più avanti *Gli effetti della crisi sui flussi nel sistema dei pagamenti*). In particolare, la migrazione a TARGET2-Banca d'Italia ha favorito un processo di accentramento delle tesorerie presso la casa madre da parte delle banche estere operative in Italia. Confrontando i flussi regolati nel periodo precedente la migrazione (2 gennaio-16 maggio 2008) con quelli dei primi mesi di operatività di TARGET2-Banca d'Italia (19 maggio-31 luglio 2008) il valore medio giornaliero dei pagamenti domestici e di quelli transfrontalieri in uscita dall'Italia si è ridotto da 192 a 171 miliardi; la flessione ha riguardato esclusivamente i pagamenti domestici (da 133 a 112 miliardi di euro), mentre i flussi transfrontalieri sono rimasti sostanzialmente stabili (fig. 20.1).

Figura 20.1



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

L'utilizzo della liquidità infragiornaliera è stato in media di circa 6,4 miliardi al giorno, in aumento di quasi 2 miliardi rispetto al 2007. L'utilizzo infragiornaliero massimo nel corso della giornata, pari in media a 12,6 miliardi (9,8 miliardi nel 2007) continua a verificarsi nelle prime ore della mattinata, in concomitanza con il regolamento delle operazioni in scadenza sull'e-MID. Il ricorso alla liquidità infragiornaliera è risultato concentrato presso un numero limitato di operatori; quasi l'85 per cento dell'utilizzo e il 35 per cento delle garanzie depositate, infatti, fa capo a tre intermediari.

Il valore delle attività depositate nel corso della giornata a garanzia delle anticipazioni è sensibilmente cresciuto, da 16 a circa 28 miliardi. Il fenomeno ha riguardato tutte le principali banche e riflette esigenze di tipo precauzionale, accentuatesi nel periodo della crisi finanziaria. All'incremento delle garanzie hanno concorso sia le attività negoziabili, aumentate in media giornaliera da 9,1 miliardi nel 2007 a 13,9 miliardi nel 2008, sia i prestiti bancari, il cui valore è progressivamente cresciuto da 1,9 miliardi nel 2007 sino a superare nel primo trimestre del 2009 i 12 miliardi, depositati per tre quarti da una sola banca. Nello stesso trimestre il sensibile aumento dei titoli domestici è invece associato al deposito da parte di alcuni intermediari di garanzie rivenienti dalla cartolarizzazione di propri crediti, recentemente rese stanziabili dall'Eurosistema.

Nel 2008 circa la metà dei titoli a garanzia è stata costituita da titoli esteri che, specie nel secondo semestre dell'anno, sono stati mobilizzati in prevalenza attraverso i collegamenti tra depositari centralizzati (cosiddetti links; tav. 20.2). L'utilizzo transfrontaliero delle garanzie è cresciuto sensibilmente in Europa in relazione all'evolvere della crisi finanziaria; nell'ambito del Correspondent Central Banking

Model (CCBM), la Banca d'Italia ha effettuato mediamente ogni mese circa 400 operazioni su titoli italiani a favore delle banche centrali del SEBC (meno di 300 nel 2007), con oltre 1.000 nel solo mese di ottobre, dopo il dissesto della Lehman Brothers. Le giacenze di titoli gestite per conto delle suddette banche centrali hanno superato nel quarto trimestre i 73 miliardi; l'utilizzo su base transfrontaliera di prestiti bancari erogati in Italia è rimasto invece contenuto (1,1 miliardi).

Tavola 20.2

Attività 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			Totale	Prestiti bancari	Titoli				Totale	Prestiti bancari
	Italiani	CCBM	Links			Italiani	CCBM	Links			
2007	4.739	2.682	1.729	9.150	1.932	6.786	–	8.973	15.758	4.002	47.176
2008	7.051	3.208	3.720	13.979	9.059	11.431	8	5.507	16.947	5.535	58.373
2008 – 1° trim.	4.279	2.676	2.382	9.336	6.957	4.646	–	5.925	10.572	6.304	50.145
2° trim.	5.855	3.004	3.295	12.154	7.928	4.683	–	3.708	8.391	5.424	50.851
3° trim.	9.877	3.565	4.509	17.951	9.455	6.975	–	3.315	10.290	3.169	59.231
4° trim.	8.149	3.579	4.676	16.404	8.865	29.274	31	9.065	38.370	4.985	73.095
2009 – 1° trim.	12.715	3.345	5.300	21.360	12.089	29.576	37	8.222	37.834	7.793	63.678

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Gli effetti della crisi sui flussi nel sistema dei pagamenti. – Gli effetti sui flussi di pagamento indotti dall'acuirsi della crisi finanziaria a partire dall'ultimo trimestre del 2008 perdurano ancora. La disponibilità di funzioni avanzate per l'attività di tesoreria ha favorito una efficace gestione dei pagamenti anche in una situazione di crisi di liquidità, contribuendo in tal modo a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario. Il sistema TARGET2 ha fatto registrare una disponibilità del 100 per cento nell'ultimo trimestre del 2008; non si sono, quindi, verificati impatti sull'utilizzo dei servizi forniti dall'Eurosistema.

In TARGET2-Banca d'Italia, nello stesso trimestre, si è registrata un'ulteriore diminuzione rispetto ai mesi precedenti dei flussi domestici (35 miliardi) e transfrontalieri (15 miliardi) in uscita dall'Italia (oltre 50 miliardi in media giornaliera, da 171 a 120 miliardi; fig. 20.1). Il decremento ha riflesso la contrazione dell'attività sui mercati finanziari. La sensibile riduzione dei flussi regolati è derivata quindi in misura prevalente dalla diminuzione dell'attività nel sistema di liquidazione titoli Express II, al quale partecipano, inoltre, operatori esteri di grande dimensione: il valore medio giornaliero dei flussi rivenienti da tale sistema si è ridotto, nell'ultimo trimestre del 2008, da 75 a 40 miliardi (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

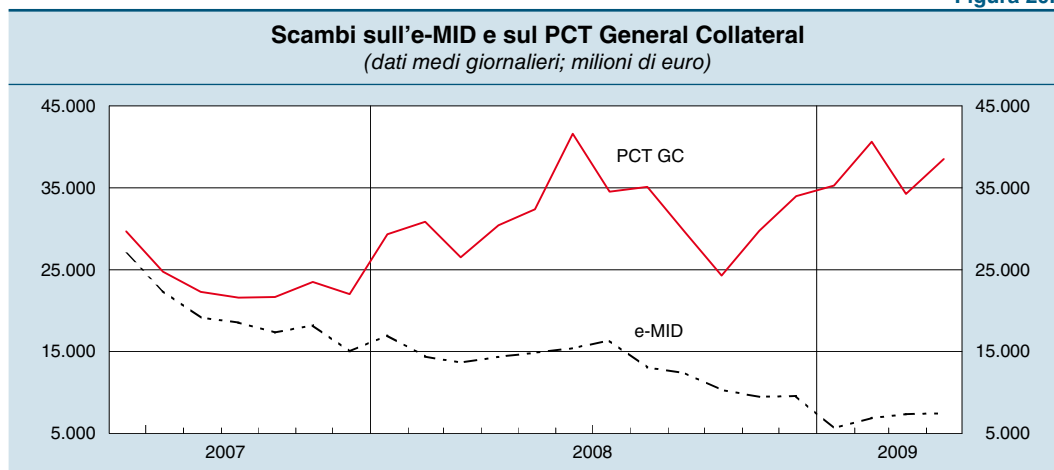
Con riferimento ai giorni immediatamente successivi al dissesto di Lehman Brothers (15 settembre), il comportamento degli operatori nel sistema TARGET2-Banca d'Italia non ha mostrato variazioni significative. In particolare, nel periodo 15-30 settembre il tempo medio di attesa dei pagamenti nelle liste di attesa prima del regolamento si è mantenuto su valori prossimi al minuto, in linea con il periodo precedente; l'importo medio giornaliero dei pagamenti regolati si è lievemente ridotto (di circa 5 miliardi) rispetto alla prima metà del mese; il ricorso alle operazioni di deposito overnight è apparso estremamente contenuto, mentre è diventato significativo a partire da ottobre (8 miliardi in media giornaliera).

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

L'ammontare delle negoziazioni sul mercato dei depositi interbancari scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID ha subito una contrazione dell'ordine del 40 per cento nel 2008 ed è rimasto su valori contenuti anche nel primo trimestre dell'anno in corso. La flessione si è determinata nella fase più acuta della crisi finanziaria, allorché si è accentuata la percezione dei rischi ed è aumentato il timore di esporre richieste di fondi nella piattaforma di mercato. Ne è derivata una spinta all'aumento delle negoziazioni over-the-counter che consentono di scegliere anticipatamente la controparte e mantenere riservate le contrattazioni.

Alla contrazione degli scambi sul mercato interbancario unsecured si è accompagnato l'ampliamento delle negoziazioni sul segmento General Collateral del mercato dei pronti contro termine in titoli di Stato, in ragione della garanzia contro il rischio di controparte associata agli acquisti di titoli che, sulle scadenze diverse da quella overnight, viene rafforzata dalla interposizione della controparte centrale (fig. 20.2).

Figura 20.2



Fonte: e-MID SIM spa e MTS spa.

Nel 2008 gli scambi medi giornalieri sull'e-MID si sono attestati a 13,4 miliardi (22,4 nel 2007); l'importo è ulteriormente sceso, a 6,6 miliardi nel primo trimestre di quest'anno. La quota delle negoziazioni overnight è rimasta intorno al 90 per cento, in linea con quanto osservato negli anni precedenti. Il valore medio delle negoziazioni si è ridotto a 37 milioni, dai 51 milioni del 2007. Gli scambi cross border hanno rappresentato il 42 per cento di quelli complessivi, a fronte del 53 per cento nel 2007; nel primo trimestre del 2009 la percentuale è scesa ancora, al 36 per cento.

La forte volatilità e la discontinuità che hanno caratterizzato le quotazioni sul deposito overnight hanno reso scarsamente significativo il differenziale denaro-lettera espresso dal mercato. L'andamento infragiornaliero degli scambi ha mostrato, a partire dal dissesto di Lehman Brothers, un diverso profilo: sono sensibilmente aumentate le transazioni nella prima ora di contrattazione, per effetto della propensione dei partecipanti ad approvvigionarsi tempestivamente dei fondi necessari. Si è arrestata la tendenza alla diminuzione del numero dei partecipanti connessa con il processo di concentrazione dell'industria bancaria. Alla fine dello scorso anno al mercato aderivano 239 intermediari, 113 dei quali italiani; il numero degli operatori attivi nell'anno, tuttavia, è stato pari a 179 (di cui 104 italiani). Ai dieci operatori più attivi ha fatto capo il 30 per cento dei contratti, rispetto al 27,5 per cento del 2007; nel primo trimestre del 2009 la quota è salita al 39 per cento.

Nell'intento di intercettare parte della crescente quota di scambi conclusi over-the-counter, in novembre la e-MID SIM spa, che gestisce la piattaforma del mercato, ha avviato un segmento di negoziazioni per le operazioni bilaterali (request for quote) nel quale gli intermediari si scambiano preven-

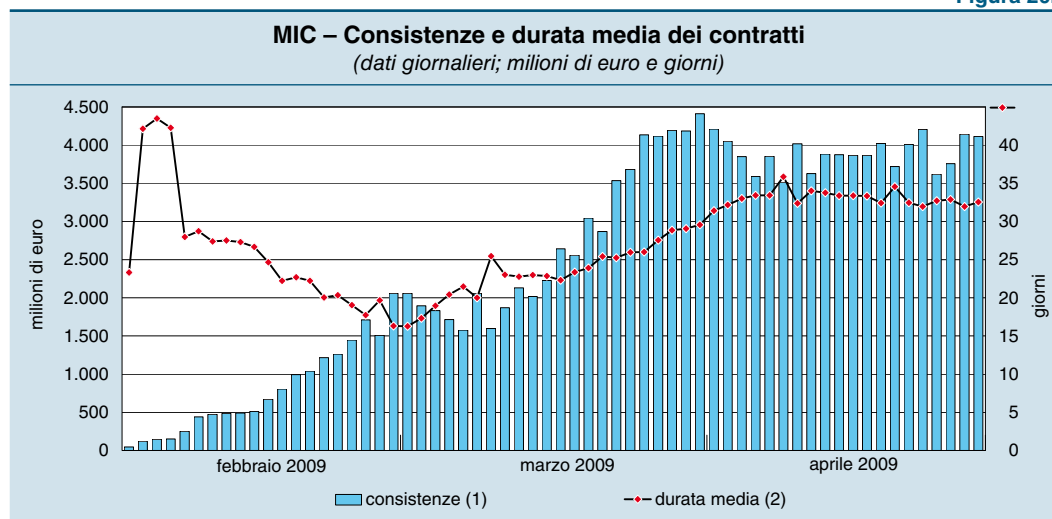
tivamente informazioni sul contratto da concludere senza doversi esporre in pagina. Nei primi mesi di operatività sono stati conclusi scambi pari in media a 680 milioni di euro al giorno.

Il mercato interbancario collateralizzato. – Transazioni interbancarie fluide e articolate sulle varie scadenze facilitano la pronta ed efficace trasmissione degli impulsi provenienti dalla politica monetaria, si riflettono sull'attività svolta nei mercati dei titoli e delle valute, contribuiscono all'efficienza del pricing delle operazioni di raccolta e di impiego di fondi con la clientela.

La Banca d'Italia ha valutato con preoccupazione il diradarsi degli scambi sull'e-MID a partire dal mese di settembre: ha per questo intrapreso, in collaborazione con la società mercato e con le associazioni delle banche e dei tesoriери bancari, un'iniziativa volta a costituire un nuovo comparto interbancario, nel quale fosse possibile scambiare depositi interbancari in condizioni tali da abbattere i rischi di liquidità e di controparte. Lo scorso 2 febbraio è divenuto operativo il Mercato interbancario collateralizzato (MIC), che si avvale della piattaforma di negoziazione della e-MID SIM spa e, per il regolamento delle operazioni, di TARGET2. Le transazioni vengono effettuate su base anonima e garantita e sono relative a scadenze comprese tra una settimana e sei mesi. Le esposizioni nette di ciascun partecipante sono commisurate al valore delle attività da esso conferite quale garanzia; è inoltre prevista una componente mutualistica della garanzia, pari per ciascun partecipante al 10 per cento delle attività conferite. La Banca d'Italia interviene assicurando il completo anonimato delle transazioni, custodendo, amministrando e valutando le garanzie versate dagli intermediari, gestendo l'eventuale inadempimento di un partecipante.

Al mercato hanno aderito oltre 52 gruppi bancari, fra i quali 4 di matrice estera, rappresentativi di oltre l'80 per cento delle attività complessive del sistema bancario in Italia; a esso possono partecipare banche estere anche in via remota, previa intesa delle rispettive banche centrali con la Banca d'Italia.

Figura 20.3



Fonte: elaborazioni su dati di e-MID SIM spa

(1) Scala di sinistra. – (2) Scala di destra. La durata media dei contratti è ponderata con il valore dei depositi negoziati.

Fino al 30 aprile i volumi negoziati sono stati pari a 13 miliardi di euro, prevalentemente concentrati sulle scadenze a una settimana (34 per cento), a due settimane (26 per cento) e a un mese (23 per cento). Tutte le scadenze ammesse sono state quotate con continuità; il differenziale denaro-lettera

medio giornaliero si è attestato su 10 punti base sulla scadenza a una settimana. Nello stesso periodo, per le stesse scadenze previste dal MIC nel segmento palese dell'e-MID sono stati scambiati contratti per un valore sostanzialmente equivalente (12 miliardi). Dal suo avvio l'attività del MIC è gradualmente aumentata nelle prime settimane, per poi stabilizzarsi dalla fine di marzo, quando le consistenze dei crediti hanno raggiunto i 4,1 miliardi; la scadenza originaria media dei contratti si è assestata su 32 giorni (fig. 20.3). I tassi medi ponderati a una settimana sono risultati inferiori a quelli del segmento dell'e-MID non garantito di circa 14 punti base. Al 15 maggio le consistenze si sono ridotte a 3,3 miliardi e la durata media dei contratti è aumentata a 38 giorni.

I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Le turbolenze dei mercati monetario e finanziario hanno interessato anche quello dei titoli di Stato italiani (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). La liquidità sulla piattaforma MTS ne è risultata fortemente condizionata in termini di minori volumi scambiati e differenziali denaro-lettera più ampi.

Al fine di mantenere condizioni ordinate di quotazione e negoziazione, a marzo del 2008 la società mercato MTS ha deciso di ampliare gli obblighi di quotazione, rendendo quindi meno onerosa la relativa attività per gli operatori principali. La scarsa liquidità dei mercati dei titoli governativi si è manifestata anche sulla piattaforma paneuropea EuroMTS.

Gli scambi medi giornalieri sono scesi a 3,4 miliardi, dai 6,5 del 2007; la contrazione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso, nel quale l'importo medio giornaliero dei contratti si è collocato intorno ai 2 miliardi.

Si è ridotta la quota delle negoziazioni di titoli a breve termine a vantaggio di quella relativa ai BTP indicizzati all'inflazione, aumentata dal 4 all'8 per cento; fra i titoli a lungo termine, i BTP hanno rappresentato il 54 per cento degli scambi complessivi. La quota delle negoziazioni riconducibile ai primi cinque operatori è rimasta al 26 per cento, mentre è aumentata quella dei primi dieci (49 per cento rispetto al 44,5 per cento del 2007). Il differenziale medio denaro-lettera si è ampliato significativamente, passando dai 5 punti base del 2007 ai 16 del 2008. Rispetto alla fase più acuta della crisi, tra ottobre e dicembre, nei mesi più recenti il differenziale medio si è tuttavia ridotto, da 29 a 24 punti base. Il numero dei partecipanti all'MTS è ulteriormente diminuito a 101 unità, dai 108 del 2007. Le due controparti centrali attive sull'MTS – Cassa di compensazione e garanzia e ICH.Clearnet SA – hanno garantito negoziazioni per circa l'80 per cento degli scambi complessivi, rispetto al 75 del 2007.

Dalle segnalazioni degli operatori specialisti in titoli di Stato emerge che gli scambi tra banche avvenuti al di fuori del mercato regolamentato hanno rappresentato una quota piuttosto contenuta sui titoli italiani, dove MTS resta il mercato di riferimento (negoziando l'87 per cento degli scambi complessivi). La ripartizione tra circuiti elettronici e negoziazioni via telefono ha visto una leggera prevalenza delle piattaforme elettroniche con una quota pari al 52 per cento.

Il mercato dei pronti contro termine ha risentito della crisi internazionale in misura relativamente contenuta: gli scambi si sono complessivamente ridotti del 4 per cento, scendendo in termini di volume medio giornaliero a 61 miliardi di euro. La riduzione dell'attività, in larga parte bilanciata dal maggior peso assunto dal General Collateral, è riconducibile al segmento Special Repo, in linea con una tendenza già manifestatasi a partire dal 2007 e favorita dalla difficile situazione del mercato a pronti.

Nel complesso degli scambi pronti contro termine quelli sul segmento General Collateral sono risultati pari al 52 per cento, a fronte di una quota pari al 39 per cento nel 2007. In particolare, sono fortemente aumentati gli scambi overnight, passati in media giornaliera da 9,4 a 15,9 miliardi. Di conseguenza si è ridotta, dal 62 al 59 per cento, la quota delle negoziazioni assistite dalla controparte centrale.

Sul circuito BondVision si è arrestata la tendenza all'aumento dell'attività che aveva contraddistinto la piattaforma del gruppo MTS negli anni precedenti. La media degli scambi giornalieri in titoli di Stato italiani è stata pari a poco più di 1 miliardo; nel 2007 le transazioni effettuate sugli stessi titoli ammontavano, in media giornaliera, a 1,38 miliardi.

Il sistema multivalutario Continuous Linked Settlement (CLS)

Il sistema CLS, che dal 2002 regola transazioni in cambi attraverso un meccanismo di Payment versus Payment e che di recente ha esteso l'operatività ai pagamenti connessi con contratti su derivati over-the-counter, ha operato in maniera ordinata nel periodo di turbolenza dei mercati. Al sistema partecipano, attraverso modalità dirette o indirette, numerose banche italiane, che possono così giovare della protezione nei confronti del rischio di regolamento delle operazioni in cambi offerta da CLS.

Il sistema ha sostenuto efficacemente punte inusitate di operatività: nella sola settimana seguita al dissesto di Lehman Brothers il controvalore in dollari delle operazioni giornaliere è risultato pari in media a circa 5.400 miliardi.

Nel 2008 si sono aggiunte due valute alle quindici già trattate dal sistema; il valore medio giornaliero delle operazioni regolate è stato di circa 3.900 mila miliardi di dollari equivalenti, con un incremento di quasi il 10 per cento rispetto al 2007. Alla fine dello scorso aprile partecipavano al sistema in qualità di agenti di regolamento 61 azionisti, fra cui due banche italiane; 4.790 istituti (soprattutto fondi di investimento) vi accedevano in via indiretta. CLS è, in termini di volumi, il secondo sistema per il regolamento delle operazioni in euro dopo TARGET2.

La crescente rilevanza del sistema e la sua operatività globale hanno indotto le banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e le altre che emettono le valute trattate nel sistema a rafforzare l'organizzazione della sorveglianza cooperativa alla quale esso è sottoposto. È stato messo a punto un Protocollo, entrato in vigore nel dicembre scorso, che meglio definisce i meccanismi di sorveglianza incentrati sulla responsabilità primaria che la Riserva federale esercita in considerazione della nazionalità statunitense di CLS Bank International. L'Eurosistema e altre banche centrali hanno inoltre definito principi specifici ai quali il sistema CLS è chiamato ad attenersi nel dispiegare l'attività nelle relative valute.

I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia

Il mercato dei servizi di gestione accentrata, regolamento e garanzia dei valori mobiliari è attualmente caratterizzato da una molteplicità di iniziative, la più importante delle quali è, in Europa, la realizzazione, su iniziativa dell'Eurosistema, di TARGET2-Securities, sulla base della decisione assunta dal Consiglio direttivo della BCE nello scorso luglio. Presso le società italiane del post-trading, Cassa di compensazione e garanzia e Monte Titoli, sono in corso le attività di revisione degli assetti organizzativi a seguito dell'acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di London Stock Exchange.

Sotto il profilo regolamentare si stanno sviluppando, in ambito internazionale ed europeo, i lavori per armonizzare la disciplina dei servizi di post-trading.

Sono proseguiti i lavori promossi dall'Unidroit volti a definire regole condivise sulla tenuta dei conti titoli presso gli intermediari. L'argomento dei conti titoli è stato affrontato in ambito comunitario dal gruppo di esperti costituito dalla Commissione per individuare le soluzioni volte a rimuovere gli ostacoli legali all'integrazione (Legal Certainty Group). Alla luce del parere (Second Advice) ricevuto nell'agosto del 2008 la Commissione ha di recente annunciato l'intenzione di proporre entro la fine del 2009 misure legislative per l'introduzione di regole comuni sulle acquisizioni e disposizioni di titoli effettuate sui relativi conti e sui diritti spettanti ai titolari dei conti stessi. In vista di tale iniziativa la Commissione ha avviato una consultazione pubblica.

Nella seconda metà dello scorso anno, il Sistema europeo delle banche centrali ha collaborato con il Committee of European Securities Regulators (CESR) per definire un insieme di raccomandazioni che le autorità dovranno integrare nell'azione di supervisione volta a rafforzare la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di regolamento dei titoli e delle controparti centrali. Per quanto riguarda le banche depositarie, su richiesta del Consiglio Ecofin è stato interpellato il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors), che ha espresso l'opinione secondo cui la regolamentazione bancaria già offre presidi sufficienti contro il rischio associato all'attività di regolamento o di clearing svolta dalle banche. È previsto che le raccomandazioni, già sottoposte a pubblica consultazione, vengano pubblicate prima dell'estate, dopo l'approvazione del Consiglio direttivo della BCE e del CESR.

Nell'agosto del 2008 la Commissione europea ha invitato il CESR a effettuare una rilevazione sugli assetti regolamentari per le infrastrutture di regolamento e garanzia a livello europeo. Dalla rilevazione, pubblicata a febbraio 2009, è emersa una pluralità di approcci regolamentari adottati in caso di richieste di accesso o di interoperabilità ricevute da sistemi esteri e per l'offerta di servizi in altre giurisdizioni. Nel novembre 2008 è stato pubblicato il rapporto del Gruppo Cesame (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group), costituito nel 2004 su iniziativa della Commissione europea per seguire il processo di rimozione delle barriere di natura operativa individuate nei due "rapporti Giovannini".

I servizi di gestione accentrata. – L'attività di gestione accentrata svolta dalla Monte Titoli si è ampliata nel 2008: sono aumentati il valore nominale degli strumenti finanziari, gli aderenti al sistema e i trasferimenti dei titoli. La crisi si è invece riflessa in una diminuzione del valore di mercato dei titoli gestiti.

I titoli custoditi hanno avuto un incremento pari in valore nominale al 12,4 per cento nel 2008, raggiungendo alla fine dell'anno la consistenza di 2.300 miliardi; le operazioni di trasferimento di titoli sono aumentate del 7,5 per cento; il numero degli emittenti si è accresciuto di 64 unità, a 2.161 (cfr. nell'Appendice la tav. a20.8). Il valore di mercato degli stessi strumenti finanziari è invece diminuito del 4,2 per cento. La Monte Titoli resta al terzo posto in Europa per valore dei titoli gestiti, dietro ai depositari internazionali Euroclear e Clearstream (rispettivamente 18.000 e 11.000 miliardi).

Il regolamento delle transazioni in titoli. – Nel sistema di regolamento titoli Express II, articolato in una componente netta e in una lorda, si sono ridotti sia il numero sia l'importo complessivo delle operazioni. Nel 2008 le transazioni immesse giornalmente sono state in media oltre 94.000, per un valore di 182 miliardi, con una diminuzione sul 2007 rispettivamente del 15 e del 9 per cento.

Tale tendenza è frutto di un andamento differenziato: le operazioni immesse nella componente netta, utilizzata prevalentemente per il regolamento delle operazioni stipulate sui mercati, sono diminuite da 108.000 a 90.000 per un valore ridotto da 163 a 139 miliardi. La componente lorda invece, impiegata principalmente per operazioni over-the-counter e di politica monetaria, è aumentata sia per il numero delle transazioni gestite (da 6.800 a 7.400) sia per il valore (da 38 a 43 miliardi).

Prosegue la diminuzione del numero degli aderenti (da 122 a 115) soprattutto a causa della crescente specializzazione del settore; nell'anno è invece cresciuto di due unità il numero delle controparti centrali che utilizzano il sistema.

Nel corso del 2008, nonostante le turbolenze sui mercati finanziari, in Express II la percentuale delle operazioni immesse nella componente netta e regolate nella giornata prevista è rimasta del 99 per cento; è ulteriormente salita, al 99,5 per cento, nel primo trimestre dell'anno in corso, presumibilmente in connessione con il divieto di condurre operazioni allo scoperto stabilito dalla Consob per i mercati azionari. Anche in Italia, nei giorni successivi al dissesto di Lehman Brothers si è verificato un aumento, temporaneo, delle transazioni in titoli in attesa di regolamento.

Il funzionamento del ciclo notturno di compensazione ha continuato a beneficiare dell'utilizzo dei meccanismi automatici di concessione del credito infragiornaliero della Banca d'Italia ai partecipanti: i finanziamenti sono aumentati, rispetto al 2007, da 4,6 a 6,2 miliardi di euro al giorno e hanno coperto il 58 per cento dei saldi a debito dei partecipanti. È rimasta sostanzialmente stabile, intorno al 70 per cento, la quota delle transazioni provenienti dai mercati regolamentati italiani; si è ampliata, dal 36 al 41 per cento, quella relativa alle operazioni garantite dalle controparti centrali. Nella componente lorda le transazioni relative ai pronti contro termine dell'MTS sono salite al 41,7 del valore regolato (erano il 29,3 nel 2007); continua invece a diminuire la quota di attività derivante dal regolamento delle operazioni in attesa di regolamento provenienti dalla componente netta (dal 29,6 al 18,1 per cento).

Si è accentuata la concentrazione dell'operatività del sistema: i tre maggiori operatori nel 2008 hanno intermediato il 56,5 per cento dei flussi regolati (a fronte del 53,2 nel 2007); la quota dei primi cinque operatori è stata del 75,2 per cento (70,4 nel 2007). È ulteriormente cresciuta al 65,4 per cento (62,9 nel 2007) la quota di attività facente capo a intermediari esteri (filiali italiane di banche estere e intermediari italiani controllati da gruppi esteri).

I servizi di compensazione e garanzia. – Il dissesto di Lehman Brothers ha coinvolto solo indirettamente la Cassa di compensazione e garanzia: la filiazione inglese dell'intermediario americano aderiva alla controparte centrale italiana attraverso due partecipanti generali che hanno fatto fronte ai suoi obblighi senza riflessi patrimoniali per la Cassa.

Il numero dei partecipanti è salito a 137, da 130 alla fine del 2007; all'operatività sui mercati azionari e sui derivati si è aggiunta quella sui contratti futures su energia elettrica nel mercato IDEX avviato nello scorso novembre, al quale aderiscono 16 operatori.

In connessione con l'evoluzione dei corsi di mercato, nel 2008 si è ridotto il controvalore dei contratti gestiti su tutti i comparti; la contrazione è proseguita nel primo trimestre dell'anno in corso.

La Cassa di compensazione e garanzia ha gestito 70,6 milioni di contratti sui mercati azionari a pronti (73,6 milioni nel 2007), con una contrazione da 6,3 a 4,1 miliardi di euro del controvalore medio giornaliero. Nel settore dei derivati l'Idem ha registrato per la prima volta una diminuzione sia dei volumi negoziati, con 35,9 milioni (3,2 per cento), sia dei controvalori (26,5 per cento). Sul mercato dei titoli di Stato il controvalore garantito dalla Cassa è diminuito del 3,3 per cento. Nei primi tre mesi del 2009 si è confermato l'andamento negativo: il controvalore medio giornaliero scambiato sui mercati azionari sia a pronti sia dei derivati ha registrato una diminuzione superiore al 60 per cento rispetto allo stesso periodo del 2008. Sul nuovo segmento IDEX nei primi due mesi di operatività sono stati eseguiti 634 contratti standard per un controvalore pari a quasi 129 milioni di euro. Il grado di

concentrazione dell'attività complessiva della Cassa resta elevato anche se in flessione rispetto agli anni precedenti. Ai primi cinque aderenti fa capo circa il 39 per cento dei margini totali medi giornalieri rispetto al 46 per cento del 2007.

La pronunciata volatilità dei mercati ha comportato un aumento dell'ammontare dei margini iniziali richiesti in media dalla Cassa. 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 14 per cento.

Nel 2008, le garanzie richieste dalla Cassa sono state pari a 2,7 miliardi di euro (2,6 nel 2007). La crisi dei mercati ha indotto la Cassa a rivedere più volte i parametri utilizzati per il calcolo dei margini, basati sulla stima della volatilità giornaliera degli strumenti finanziari garantiti. Nel primo trimestre del 2009 i margini giornalieri versati mediamente dai partecipanti sono risultati di 3,1 miliardi di euro, il 71 per cento in più rispetto a un anno prima.

21. I SERVIZI DI PAGAMENTO AL DETTAGLIO E IL SERVIZIO DI TESORERIA STATALE

La SEPA e il processo di integrazione in Europa dei servizi e dei sistemi di pagamento al dettaglio

Da gennaio del 2008 l'area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA) è passata dalla fase progettuale a quella realizzativa: si è avviato l'utilizzo del bonifico paneuropeo ed è entrato in vigore il quadro di riferimento formulato dall'Eurosistema per le carte di pagamento che prevede, tra l'altro, la migrazione di carte e dispositivi alla tecnologia del microcircuito. Per il 1° novembre 2009, in coincidenza con l'entrata in vigore della direttiva sui servizi di pagamento (direttiva CE 13 novembre 2007, n. 64, Payment Services Directive, PSD), è previsto l'inizio dell'offerta degli addebiti diretti rispondenti ai requisiti della SEPA.

In tutto l'Eurosistema la migrazione alla SEPA procede tuttavia a ritmo lento per i bonifici e incontra seri ostacoli in vista del prospettato avvio degli addebiti diretti. Nel settore delle carte di pagamento, invece, è in fase avanzata la diffusione dei nuovi standard di sicurezza e sono in corso iniziative volte alla costituzione di schemi di carte paneuropei che si affianchino a quelli già operanti a livello internazionale.

Nel secondo semestre del 2008 i bonifici effettuati con standard SEPA sono stati, nell'intera area, mediamente pari all'1,8 per cento di quelli complessivi; in Italia l'analoga percentuale si è collocata sullo 0,7 per cento, valore superiore a quelli osservati in Francia e in Germania. Con riguardo alle carte di pagamento, alla fine del 2008 in Italia risultavano conformi agli standard di sicurezza il 60 per cento delle carte in circolazione, il 70 per cento degli ATM e l'80 per cento dei terminali POS; si va colmando il ritardo rispetto ai principali paesi europei ma è necessario uno specifico impegno per quanto riguarda, in particolare, le carte di debito.

Oltre alle banche, chiamate ad adeguare i servizi offerti agli standard paneuropei, il processo di migrazione riguarda i sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti al dettaglio (i cosiddetti Clearing and Settlement Mechanisms, CSM), che devono essere in grado di gestire gli strumenti della SEPA. Nel mercato europeo sono presenti due modelli di sviluppo delle infrastrutture per il colloquio fra tutte le banche: quello basato sulla partecipazione diretta degli intermediari a un sistema centralizzato (al momento rappresentato dal sistema gestito dalla Euro Banking Association, STEP2), e il modello elaborato dalla European Automated Clearing House Association (EACHA), che richiede lo sviluppo di collegamenti fra sistemi ("accordi di interoperabilità").

Fra i 14 operatori che hanno annunciato di volersi adeguare alla SEPA figurano due CSM italiani (ICBPI-BI-Comp e SIA/SSB-BI-Comp); a tal fine la Banca d'Italia, di concerto con i due operatori privati, ha apportato le necessarie modifiche al sistema

BI-Comp. Nel corso del 2008, inoltre, ICBPI/BI-Comp ha concluso accordi di interoperabilità con gli omologhi CSM olandese e austriaco.

Al fine di ampliare il novero degli intermediari europei raggiungibili, la Banca d'Italia offre ai partecipanti a BI-Comp il cosiddetto servizio di tramitazione nei confronti di controparti aderenti al sistema europeo STEP2. ICBPI e SIA/SSB offrono alle banche un servizio di collegamento al sistema STEP2.

In Italia sono proseguiti i lavori del Comitato nazionale per la migrazione alla SEPA, presieduto dalla Banca d'Italia e dall'Associazione bancaria italiana, nel quale trovano espressione le istanze delle categorie coinvolte nel progetto (banche, imprese, consumatori, Pubbliche amministrazioni). Una parte qualificante dell'attività del Comitato ha riguardato la definizione di specifici servizi (Additional Optional Services, AOS) in grado di assicurare livelli di prestazione almeno analoghi a quelli già esistenti a livello nazionale, garantendo al tempo stesso una piena compatibilità con gli schemi SEPA di base.

Le difficoltà con le quali procede la migrazione su base volontaria alla SEPA sono state analizzate dall'Eurosistema nel sesto rapporto sullo stato di avanzamento della SEPA pubblicato nello scorso novembre; il tema è stato oggetto di ripetuti interventi anche da parte delle autorità europee (Parlamento, Commissione e Consiglio). È stata ribadita l'importanza del progetto in vista dell'integrazione europea del mercato dei servizi di pagamento e della diffusione di strumenti affidabili ed efficienti. È stata inoltre confermata l'esigenza di rispettare il principio di non deterioramento della qualità dei servizi SEPA rispetto a quelli finora offerti in ambito nazionale. Sono stati sottolineati i costi rilevanti in cui incorre l'intero sistema economico nel periodo in cui vengono utilizzati sia gli strumenti paneuropei sia i corrispondenti strumenti nazionali. Da più parti è stata sollevata l'esigenza di interventi volti a definire il termine di questa cosiddetta "fase di dualità".

Si sono intensificati i lavori per il recepimento della direttiva sui servizi di pagamento. La direttiva, che rappresenta tra l'altro la cornice normativa di sostegno alla realizzazione della SEPA, mira a innalzare il livello di competitività del settore favorendo l'ingresso di nuovi operatori; essa accresce altresì la tutela degli utilizzatori dei servizi di pagamento attraverso il rafforzamento delle garanzie di trasparenza e la precisazione dei diritti e degli obblighi delle parti coinvolte nelle operazioni.

Nella predisposizione della cornice normativa della SEPA si inserisce la modifica del Regolamento CE 19 dicembre 2001, n. 2560, approvata dal Parlamento europeo lo scorso 24 aprile: la regola sulla parità delle condizioni praticate ai pagamenti transfrontalieri e a quelli domestici viene estesa agli strumenti SEPA; relativamente agli addebiti diretti vengono disciplinati alcuni aspetti della tariffazione interbancaria e viene stabilito l'obbligo per tutte le banche che offrono il servizio in ambito nazionale di poter ricevere addebiti in formato SEPA.

Ulteriori iniziative normative in ambito comunitario riguardano la modifica della direttiva CE 18 settembre 2000, n. 46, sugli Istituti di moneta elettronica, anch'essa approvata dal Parlamento europeo lo scorso 24 aprile, volta a riformare il regime di operatività, controllo e accesso a tale mercato in modo coerente con i principi della PSD (direttiva CE 2007/64).

Gli strumenti di pagamento

L'evoluzione congiunturale. – Sull'andamento delle operazioni con strumenti di pagamento al dettaglio hanno influito, nel 2008, le difficoltà dell'attività economica e dei consumi. Dei fattori congiunturali ha risentito soprattutto il ricorso agli assegni

e ai bonifici, nonché ad alcune tipologie di disposizioni di incasso usate soprattutto per i pagamenti fra imprese. Sull'utilizzo degli assegni hanno inciso anche gli effetti dei provvedimenti legislativi che nel 2007 e nel 2008 sono intervenuti sul regime di circolazione dei titoli per il rafforzamento dell'azione di contrasto del riciclaggio di denaro proveniente da attività illecite (decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 e successive modifiche). Si è invece confermata la tendenza, di natura strutturale, all'aumento degli addebiti preautorizzati, utilizzati ad esempio per il pagamento delle utenze domestiche, nonché delle operazioni eseguite con carte di pagamento.

Nel complesso in Italia si sono registrate, nel 2008, circa 3,8 miliardi di transazioni regolate con strumenti diversi dal contante, l'1,4 per cento in più dell'anno precedente. L'utilizzo dell'assegno ha registrato contrazioni del 9,7 e del 6,3 per cento rispettivamente per il numero e per l'importo delle operazioni; il numero dei bonifici si è ridotto del 2,9 per cento rispetto all'anno precedente. Con riferimento agli incassi, quelli di fatture (riba e mav) sono diminuiti sia in numero, del 2 per cento circa, sia in importo, di oltre il 5 per cento, mentre è sensibilmente aumentato il ricorso agli addebiti preautorizzati (RID), di circa il 9 per cento in termini di numero delle operazioni.

Per le operazioni su POS, con carte di credito, debito e prepagate si è registrato un aumento del 6,5 per cento del numero di transazioni nel 2008, in linea con il trend registrato nel triennio precedente. Le dinamiche di crescita più significative hanno riguardato ancora una volta gli strumenti prepagati: pur segnando un incremento del 46,4 per cento del numero di operazioni essi coprono una quota dei pagamenti con carte ancora limitata al 5 per cento.

I tempi medi di esecuzione del servizio di incasso degli assegni bancari e circolari, desunti dalle informazioni diffuse dal consorzio PattiChiari, sono rimasti pari a 6,4 giorni lavorativi. Al riguardo sono proseguiti, presso la Banca d'Italia, i lavori finalizzati a valutare la fattibilità tecnica e normativa del progetto di trasmissione digitale dell'immagine degli assegni; il progetto mira a ridurre i costi operativi legati alla gestione dei titoli cartacei e a contrarre i tempi del ciclo di incasso e quelli di disponibilità dei fondi per il beneficiario.

Il miglioramento della qualità del servizio di incasso degli assegni, sotto i profili della semplicità e della trasparenza, promosso dalla Banca d'Italia e avviato dal sistema bancario nel 2004, trarrà impulso dall'impegno assunto dall'Associazione bancaria italiana con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato di ridurre, entro il 2009, da sette a cinque giorni i tempi massimi di disponibilità dei fondi.

Crescente rilevanza viene attribuita, anche in sede internazionale, allo sviluppo dei circuiti per le rimesse degli immigrati, che risultano in costante crescita. In Italia agli intermediari specializzati nel settore, 32 alla fine del 2008, ha fatto capo nell'anno un importo complessivo dei trasferimenti in uscita dell'ordine di 6 miliardi di euro, superiore di un terzo a quello di due anni prima. Fra i principali paesi di destinazione dei fondi figurano la Cina, le Filippine e la Romania.

L'utilizzo della centrale di allarme interbancaria (CAI). – Nel 2008 il numero dei nominativi e quello degli assegni iscritti nell'archivio per mancanza di fondi o di autorizzazione sono diminuiti rispettivamente del 5,7 per cento e del 14,3 per cento, invertendo la tendenziale crescita degli ultimi anni; stabile l'importo totale degli assegni iscritti pari a 1,2 miliardi (tav. 21.1). Pur diminuendo gli assegni iscritti in CAI è invece leggermente aumentata l'incidenza degli stessi sugli assegni regolarmente addebitati al traente. Nella distribuzione territoriale, come negli anni precedenti, le segnalazioni di assegni irregolari hanno riguardato soprattutto il Sud e le Isole (tav. 21.1). Risulta in aumento il numero di soggetti ai quali è stato revocato l'utilizzo delle carte di paga-

mento in conseguenza del mancato pagamento o della mancata costituzione dei fondi relativi alle transazioni effettuate. Alla fine del 2008 erano iscritti nella sezione della CAI relativa alle carte di pagamento circa 209.000 soggetti, quasi il 17 per cento in più rispetto all'anno precedente; anche nel 2008 i due terzi dei nuovi iscritti sono domiciliati nelle regioni del Centro, del Sud e delle Isole.

Tavola 21.1

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	14.887	44.558	15,6	221,9	17,8	4.981
Nord Est	6.910	21.549	7,5	130,4	10,4	6.051
Centro	16.059	56.991	19,9	250,1	20,0	4.388
Sud e Isole	42.238	161.324	56,5	638,1	51,1	3.955
Estero	365	1.282	0,4	7,6	0,6	5.928
Totale	80.459	285.704	100,0	1.248,1	100,0	4.369

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 31.12.2008.

Evoluzione dell'operatività del sistema BI-Comp. – Nel 2008 il valore delle operazioni trattate nel sistema di compensazione BI-Comp è aumentato del 2 per cento rispetto all'anno precedente, mentre il numero complessivo delle operazioni immesse nel sistema è aumentato dell'1,6 per cento, da 1.992 a 2.024 milioni (tav. 20.1). È proseguita la ricomposizione dei pagamenti trattati nel sistema, con la riduzione delle operazioni cartacee e la crescita dei pagamenti elettronici.

Dall'avvio della SEPA, i bonifici SEPA regolati in BI-Comp hanno avuto un andamento crescente fino a raggiungere a dicembre la quota del 43 per cento del totale dei bonifici SEPA italiani. Nel complesso BI-Comp ha trattato circa 668.000 bonifici SEPA, pari allo 0,2 per cento del complesso dei bonifici regolati dal sistema. Di questi 50.000 rappresentano pagamenti SEPA cross-border in contropartita con il sistema olandese Equens con il quale è stato avviato da aprile 2008 un accordo di interoperabilità.

Lo scorso febbraio è stata attivata la connessione con il sistema austriaco STEPAT attraverso il quale è stato regolato sin dall'avvio un consistente flusso di pagamenti al dettaglio tra i due paesi.

Tendenze nel mercato dei servizi di pagamento al dettaglio. – In Italia l'utilizzo di strumenti di pagamento alternativi al contante resta assai contenuto nel confronto internazionale: il numero medio di operazioni per abitante è risultato pari a 64 nel 2008, contro 161 operazioni per l'Eurosistema nel 2007 (tav. 21.2). Fra le operazioni con carte bancarie (inclusi gli acquisti su POS) è oltretutto elevata, dell'ordine del 60 per cento, la quota dei prelievi di contante da sportelli automatici. In linea con la media europea risulta invece la dotazione infrastrutturale in termini di carte e POS, rispettivamente 1,3 carte per abitante e circa 20 POS ogni mille abitanti.

Tavola 21.2

Strumenti di pagamento diversi dal contante: confronti internazionali (1)					
PAESI	Numero operazioni pro capite con strumenti diversi dal contante				
	Totale strumenti	Assegni	Bonifici	Addebiti preautorizzati	Operazioni con carte di pagamento
Italia	64	6,4	17,7	15,1	24,5
Area euro	161	14,6	44,4	49,0	53,3
Belgio	198	1,0	84,5	22,6	89,6
Francia	243	57,4	41,1	47,6	97,1
Germania	174	1,0	62,9	83,9	25,9
Paesi Bassi	272	–	86,5	71,9	113,3
Spagna	114	3,4	16,3	51,1	43,4
UE 25	149	12,7	41,6	38,9	55,9
Regno Unito	245	26,3	51,3	48,8	118,5

Fonte: elaborazioni su dati BCE, BRI, Poste Italiane spa e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) I dati Italia si riferiscono al 2008; i dati degli altri paesi si riferiscono al 2007.

Con riferimento ai prodotti e ai canali innovativi, nel 2008 sono ancora significativamente aumentate le operazioni di pagamento via Internet con carte di credito e bonifici: il numero di bonifici effettuati online ammonta a 70 milioni, in crescita del 16,5 per cento sul 2007; le operazioni sul web con carte di credito sono risultate oltre 30 milioni nel 2008, in aumento del 12,6 per cento in ragione d'anno.

È risultato sostenuto l'aumento degli strumenti di pagamento postali automatizzati: in termini di numero di operazioni, 19 per cento per bonifici e disposizioni di incasso e 15 per cento per le operazioni con carte di debito e prepagate. Alla fine del 2008 fra i 5,4 milioni di correntisti postali, soprattutto famiglie, circolavano oltre 11 milioni di carte di pagamento postali, quasi il 19 per cento in più rispetto a un anno prima.

Un impulso all'utilizzo di strumenti diversi da quelli cartacei potrebbe venire dalla diffusione di modalità di pagamento proposte da operatori che entreranno nel mercato cogliendo le opportunità offerte dalla nuova normativa europea. Si tratta in primo luogo di operatori commerciali che dispongono di una rete diffusa di vendita, come le catene di supermercati, o di un canale di contatto capillare con la clientela, come le società di telefonia. Conferme sull'interesse di tali soggetti a svolgere un ruolo di rilievo nell'offerta di servizi di pagamento innovativi provengono da un'iniziativa ricognitiva in via di svolgimento sul fenomeno dei *mobile payments*.

Le tendenze verso un crescente utilizzo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT) nei pagamenti e, più in generale, nelle attività in rete trovano conferma nella terza indagine condotta dalla Banca d'Italia sulle imprese dei servizi, che nel 2008 è stata estesa anche alle imprese manifatturiere. Risulta che la quasi totalità delle imprese utilizza la rete per effettuare incassi e pagamenti. Tra le imprese più innovative, si evidenzia una tendenziale polarizzazione fra due modelli di diffusione delle tecnologie: quello delle aziende che si servono delle innovazioni in prevalenza per migliorare l'efficienza gestionale (filiera produttiva) e quelle che le adottano soprattutto per i vantaggi che possono offrire per la commercializzazione dei beni e servizi. In entrambi i casi, le procedure di incasso e pagamento in rete, integrate con i servizi di fatturazione elettronica, offrono nuove opportunità per la razionalizzazione dei processi interni e l'accesso ai mercati esteri, in linea con l'ottica della SEPA.

I risultati dell'indagine, rivolta a un campione rappresentativo di imprese di servizi e manifatturiere con fatturato superiore ai 2,5 milioni di euro, mostrano che i servizi bancari di incasso e pagamento sono ampiamente utilizzati (da oltre il 90 per cento del campione di imprese intervistate). Oltre il 45 per cento delle imprese intervistate dichiara di aver regolato in rete più del 60 per cento dei propri acquisti. Percentuali minori si registrano per le vendite, per le quali solo il 27 per cento delle imprese dei servizi dichiara di aver regolato in rete oltre il 60 per cento delle proprie vendite; nel caso delle imprese manifatturiere questa percentuale sale a quasi il 36 per cento.

La fatturazione elettronica svolge un ruolo cruciale per la realizzazione di processi automatizzati e integrati fra le imprese e le banche nel trattamento dei flussi commerciali e finanziari. I risultati dell'indagine mettono in evidenza segnali positivi nell'utilizzo della fattura elettronica, visto che il 36 per cento delle imprese dei servizi e il 31 di quelle manifatturiere dichiara di essere in grado di ricevere fatture in rete.

Il servizio di Tesoreria statale e i pagamenti pubblici

Il processo di riforma della pubblica amministrazione ha registrato una accelerazione in virtù dei piani adottati dal Governo nel campo dell'e-government e di vari provvedimenti legislativi. L'utilizzo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, nonché i progetti di digitalizzazione dei rapporti tra soggetti pubblici e collettività, hanno già consentito un significativo rinnovamento della Tesoreria statale che oggi si basa in massima parte su procedure automatiche per la finalizzazione degli incassi e dei pagamenti pubblici.

Nel 2008, a fronte di oltre 53 milioni di operazioni disposte dalle amministrazioni pubbliche per la quasi totalità su rete, circa il 95 per cento sono state trattate in modalità telematica. Sul versante delle entrate stanno dispiegando appieno i propri effetti il sempre più ampio utilizzo da parte di cittadini e imprese del bonifico bancario (in alternativa ai versamenti diretti presso le Poste, la Tesoreria e i concessionari) e la nuova procedura per il versamento unificato delle imposte da parte degli enti pubblici.

Gli obiettivi raggiunti pongono le basi per l'evoluzione del sistema dei pagamenti pubblici che beneficerà della piena attuazione del Codice dell'amministrazione digitale e delle iniziative assunte per la riforma della Pubblica amministrazione. È stata avviata nel 2008 la fase esecutiva del progetto che consentirà l'effettuazione di pagamenti on line verso le amministrazioni centrali dello Stato attraverso internet e della procedura incassi commerciali (RID). L'iniziativa, inserita negli obiettivi strategici del piano di e-government 2012, prevede la progressiva integrazione delle procedure di versamento in Tesoreria, in una prima fase con il sito internet della Banca d'Italia e, successivamente, con i portali delle Pubbliche amministrazioni. Il progetto, che dopo una fase di test sarà messo a disposizione di tutte le amministrazioni, favorirà l'accessibilità e la diffusione dei servizi in rete allineando il sistema italiano ai migliori sistemi europei.

Sono state avviate iniziative volte a integrare nelle procedure della Banca d'Italia le operazioni di incasso e pagamento per conto delle amministrazioni statali e di altri enti pubblici da e verso i paesi al di fuori dell'unione monetaria, in euro e valuta. Nel 2008 le operazioni della specie sono state circa 56.000 per un controvalore di oltre 2,5 mld di euro.

Si sono consolidati, nel corso del 2008, i risultati raggiunti dal Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope): la base informativa telematica che rileva gli incassi e i pagamenti delle Amministrazioni pubbliche di contabilità nazionale (oltre 12.900, inclusi gli Enti di previdenza e del servizio sanitario nazionale). Queste ammi-

nistrazioni, che rappresentano il 92 per cento di quelle censite dall'Istat e oltre il 90 per cento della spesa pubblica totale, trasmettono all'archivio gestito dalla Banca d'Italia circa 140.000 dati giornalieri. Il potenziale informativo del Siope consente al Ministero dell'Economia e delle finanze di effettuare un costante monitoraggio sull'andamento dei conti delle amministrazioni locali con l'obiettivo, sancito dalla legge finanziaria per il 2009, di eliminare il trattamento cartaceo delle informazioni, con notevoli benefici in termini di qualità dei dati e di riduzione dei costi. Gli enti dovranno allegare ai bilanci e ai rendiconti i prospetti estratti dal sito web del Siope; le sanzioni previste per il mancato invio dei prospetti di cassa verranno estese agli enti inadempienti alle segnalazioni dei dati al Siope, individuati congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Ragioneria generale dello Stato.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

22. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Il bilancio della Banca d'Italia è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Gli schemi ufficiali sono redatti in unità di euro, le tavole di nota integrativa in migliaia di euro.

Nel mese di febbraio i dati di situazione patrimoniale dell'Istituto sono inviati alla Banca centrale europea (BCE) perché effettui il consolidamento dei conti delle banche centrali dell'Eurosistema.

Il progetto di bilancio è trasmesso al Ministero dell'Economia e delle finanze ai sensi dell'art. 117 del RD 28 aprile 1910, n. 204 (Testo unico delle leggi sull'Istituto di emissione).

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 rappresentanti dell'Istituto.

RELAZIONE SULLA GESTIONE

L'esercizio – che tiene conto della confluenza dell'Ufficio italiano dei cambi (UIC), disposta dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 – si è chiuso con un utile netto di 175 milioni (95 nel 2007, cfr. il paragrafo *Sintesi delle risultanze di bilancio*). L'utile lordo prima delle imposte e dell'accantonamento di 176 milioni al fondo rischi generali è stato pari a 679 milioni (422 nel 2007). Le imposte di competenza dell'esercizio ammontano a 328 milioni.

Sul risultato hanno influito positivamente l'andamento del margine di interesse, gli utili netti da negoziazione, il risultato netto della redistribuzione del reddito monetario e le rendite da partecipazione al capitale della BCE.

Le svalutazioni sono risultate inferiori rispetto all'esercizio precedente; sul conto economico ha inciso negativamente l'accantonamento, per la quota di pertinenza della Banca d'Italia pari a 1.031 milioni, a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, stabilito dal Consiglio direttivo della BCE.

Le spese e gli oneri diversi hanno risentito dell'aumento della compagine del personale derivante dalla confluenza dell'UIC e dell'aggiornamento dei parametri demografici utilizzati per la quantificazione degli impegni connessi con il trattamento pensionistico; tra gli oneri straordinari è incluso l'accantonamento per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto.

Con l'assegnazione del 2008, che si aggiunge alle risorse derivanti dalla confluenza dell'UIC, è ripreso il reintegro del fondo rischi generali, dopo gli utilizzi dei passati esercizi.

Il fondo rischi generali, unitamente agli altri accantonamenti e alle riserve di natura patrimoniale, concorre a fronteggiare i 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, composto dal Governatore, dal Direttore generale e dai tre Vice direttori generali, il Collegio sindacale.

I provvedimenti di natura istituzionale aventi rilevanza esterna sono assunti dal Direttorio 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, 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 e 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 (www.bancaditalia.it), dove sono disponibili anche informazioni sull'organizzazione, l'organigramma e l'articolazione territoriale dell'Istituto.

Gli sviluppi organizzativi

Il 1° gennaio 2008 è avvenuta, in attuazione della già citata norma, la confluenza dell'UIC con il trasferimento alla Banca d'Italia delle relative funzioni e delle risorse umane, strumentali e finanziarie. Il criterio dell'analogia con i compiti svolti dalle strutture della Banca e la ricerca di sinergie tra gli ambiti di attività dei due enti hanno ispirato sin dall'ultima parte del 2007 le soluzioni organizzative per la riallocazione delle funzioni e del personale dell'UIC. In attuazione di queste linee, le funzioni istituzionali sono confluite nei Servizi della Banca che svolgono compiti analoghi mentre le attività di natura aziendale sono state assorbite nelle corrispondenti strutture della Banca.

La Banca d'Italia è subentrata all'UIC nello svolgimento dei controlli e nella tenuta degli elenchi in cui sono censiti gli intermediari finanziari ex art. 106 del TUB e altri operatori. Sono stati assunti in piena continuità i compiti in materia statistica precedentemente svolti dall'UIC; è confluito nella Banca anche il servizio di incassi e pagamenti in euro e in valuta da e verso paesi al di fuori dell'Unione economica e monetaria (UEM) per conto delle amministrazioni statali e di altri enti pubblici. La delega all'UIC della gestione di una parte delle riserve valutarie dell'Istituto era stata già revocata alla fine del 2007.

Il decreto legislativo 231 del 2007 ha previsto, inoltre, l'istituzione presso la Banca dell'Unità di informazione finanziaria per l'Italia (UIF), con funzioni di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo internazionale; il citato provvedimento ha stabilito l'autonomia e l'indipendenza della UIF per l'esercizio delle proprie funzioni.

È proseguita nell'esercizio appena trascorso la riforma degli assetti organizzativi.

È stata avviata la rivisitazione della rete territoriale che prevede la chiusura, entro il 2009, di 39 Filiali, con la trasformazione di 6 di esse in Unità specializzate nella vigilanza. Tra la seconda metà del 2008 e i primi mesi del 2009 hanno cessato l'attività 18 Filiali.

I criteri di fondo che hanno ispirato le linee portanti del nuovo modello territoriale sono la concentrazione dell'attività presso le Filiali site nei capoluoghi regionali; l'attenzione alle specificità locali, attraverso il mantenimento di una seconda Filiale a piena operatività nelle Regioni aventi particolari

caratteristiche sul piano economico, finanziario, sociale, territoriale; il presidio di specifiche esigenze funzionali in termini di "domanda di servizi", con la costituzione di Unità specializzate nel trattamento del contante o nei compiti di vigilanza; il mantenimento di una equilibrata distribuzione delle strutture della Banca sul territorio.

Nell'Amministrazione centrale sono stati inoltre realizzati nel 2008 ulteriori interventi di significativa portata. È divenuta operativa la revisione organizzativa della funzione di Vigilanza, finalizzata a migliorare la capacità di presidiare il sistema creditizio a fronte dell'emergere di nuovi rischi, assicurare forme più efficaci di tutela del risparmio, potenziare l'efficacia dei controlli, rafforzare la collaborazione con le altre Autorità estere e il coordinamento dell'azione di controllo.

È stata anche realizzata la revisione organizzativa delle Aree Banca centrale e mercati e Sistema dei pagamenti e tesoreria, che ha portato all'istituzione di un'unica area funzionale – denominata Banca centrale, mercati e sistemi di pagamento – a motivo dei profili di forte integrazione tra le rispettive funzioni e delle crescenti esigenze di coordinamento interno e internazionale.

La riforma è volta a: concentrare in un unico front e back-office tutte le operazioni di investimento finanziario; prevedere la gestione integrata dei rischi finanziari in posizione indipendente rispetto alle strutture coinvolte nelle attività operative; collocare in un medesimo Servizio le attività di politica monetaria e di finanziamento straordinario; integrare l'attività di sorveglianza sul sistema dei pagamenti con quella di supervisione sui mercati monetari e finanziari.

È stata definita, e avviata all'inizio del 2009, la riforma della funzione informatica. Le nuove soluzioni organizzative sono finalizzate a seguire l'innovazione e a corrispondere ai fabbisogni delle diverse classi di utenza con soluzioni più mirate alla tipologia della domanda.

Le risorse umane e informatiche

Nel campo delle risorse umane, all'obiettivo di una gestione aziendale efficiente si è continuato ad affiancare quello della valorizzazione dell'esistente patrimonio di professionalità. Al 31 dicembre 2008 il numero dei dipendenti era pari a 7.755 unità, di cui 4.433 addetti all'Amministrazione centrale e 3.322 alle Filiali. I dirigenti e i funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,6 e il 18,7 per cento del personale dell'Istituto; l'età media era di 48,7 anni; il personale femminile rappresentava circa un terzo dei dipendenti.

Rispetto alla fine del 2007, la variazione delle consistenze totali (+355) è dovuta alla confluenza del personale dell'UIC, che alla data del 1° gennaio 2008 risultava pari a 450 elementi, nonché alla dinamica delle assunzioni e delle cessazioni realizzatesi in corso d'anno. Nel 2008, i dipendenti di nuova nomina sono stati 113 (77 uomini e 36 donne; 7 nomine hanno riguardato personale già dipendente), per il 61,9 per cento destinati a soddisfare esigenze di professionalità a contenuto tecnico o specialistico. Delle 201 cessazioni, circa il 15 per cento si riferisce a elementi addetti alle Filiali interessate dai primi interventi di chiusura che hanno aderito alle misure di accompagnamento all'uscita.

L'attuazione del disegno di riforma organizzativa dell'Istituto potrà modificare la dimensione e la distribuzione della compagine. A regime si attende un'ulteriore riduzione del personale e una differente allocazione dello stesso a favore delle funzioni a rilevanza istituzionale.

Tavola 22.1

Composizione del personale										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2008					Consistenze al 31.12.2007				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)
Dirigenti	534	131	665	181	484	485	117	602	197	405
Funzionari	974	472	1.446	407	1.039	900	413	1.313	429	884
Coadiutori	777	509	1.286	557	729	747	449	1.196	590	606
Altro personale	2.916	1.442	4.358	2.177	2.181	2.918	1.371	4.289	2.293	1.996
Totale	5.201	2.554	7.755	3.322	4.433	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; per il 2008 ricomprende il personale ex-UIC.

Le misure di accompagnamento all'uscita a favore degli addetti delle Filiali interessate dal riassetto organizzativo della rete periferica, contenute negli accordi sottoscritti con le Organizzazioni sindacali del 26 giugno 2008, hanno contemplato incentivi per i dipendenti che, avendone i requisiti, hanno manifestato la volontà di cessare dal servizio (337) e interventi di mobilità d'ufficio per il personale che ha optato per il trasferimento presso altre Filiali.

L'azione formativa – in presenza e in rete – ha coinvolto nell'anno 4.920 persone (pari al 63,4 per cento della compagine), di cui 3.126 uomini e 1.794 donne. Nel complesso si sono avute 12.502 partecipazioni e 166.174 ore di formazione, pari a circa 33,8 ore per partecipante; il 26,3 per cento delle ore di formazione ha riguardato corsi in rete. Il programma formativo diretto a sostenere il piano di rimodulazione delle Filiali si sta sviluppando attraverso iniziative diversificate che comprendono interventi di formazione manageriale per dirigenti e funzionari addetti alle Filiali, percorsi di inserimento per il personale interessato alla mobilità territoriale, percorsi di riorientamento per i dipendenti che hanno cambiato comparto di attività, seminari specialistici e sessioni di aggiornamento.

La risorsa informatica riveste particolare rilievo a sostegno dell'azione istituzionale della Banca; il 2008 è stato caratterizzato dalla concomitanza di significative iniziative progettuali, a livello europeo e nazionale, e di numerose attività straordinarie legate al piano di riorganizzazione dell'Istituto.

Nell'ambito dell'evoluzione delle infrastrutture del sistema dei pagamenti europeo, la funzione informatica ha partecipato attivamente alla migrazione della piazza finanziaria italiana sulla nuova piattaforma centralizzata Single shared platform (SSP). Dopo l'avvio dell'area unica dei pagamenti in euro (Single euro payments area – SEPA), volta ad armonizzare gli strumenti di pagamento elettronici nei paesi aderenti, sono state realizzate le componenti applicative che consentono di offrire alle banche partecipanti al sistema nazionale BI-Comp il servizio di “tramitazione” verso la piattaforma di regolamento al dettaglio denominata STEP2.

Negli ultimi mesi del 2008 sono stati effettuati specifici interventi per consentire le nuove operazioni poste in essere dalla Banca (cfr. i paragrafi *I rischi finanziari* e *I rischi legati a nuove tipologie di operazioni*).

Nel corso del 2009 proseguono le iniziative progettuali di rilevanza strategica a supporto sia del comparto istituzionale sia di quello aziendale. In ambito europeo, speciale rilievo assumono gli impegni legati: a) alla progettazione del nuovo sistema di regolamento in titoli TARGET2-Securities, unitamente alle Banche centrali di Francia, Germania e Spagna; b) alla realizzazione di nuove funzionalità applicative del nuovo sistema TARGET2. Di particolare rilievo risulta anche il piano di adeguamento delle procedure nazionali da porre in essere ai fini dell'adesione dell'Istituto alla piattaforma tecnica comune Collateral Central Bank Management (CCBM2), per la gestione delle attività conferite a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema. Con riguardo al comparto aziendale, a breve verrà avviata in esercizio una nuova procedura di gestione documentale che consentirà di trattare i flussi informativi di interesse della Banca in conformità di quanto previsto dal Codice dell'amministrazione digitale.

In attuazione della disciplina contenuta nell'art. 128-bis del Testo unico bancario e nella delibera del CICR del 29 luglio 2008, è in corso di realizzazione un sistema informatico a sostegno delle attività per la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra intermediari bancari, finanziari e clientela.

Il controllo della spesa

Nell'ambito delle procedure di programmazione e controllo della spesa, destinate ad assicurare il rispetto dei principi di economicità, funzionalità e trasparenza nella gestione delle risorse, il sistema di contabilità analitica dell'Istituto è ormai 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. La Banca è impegnata a migliorare il processo di spesa ed elevare i livelli di efficacia ed efficienza. In tale contesto è stato emanato il Provvedimento della Banca d'Italia dell'11 febbraio 2009 (pubblicato nella *Gazzetta ufficiale* n. 47 del 26 febbraio 2009) che regola, nell'ambito dei procedimenti amministrativi della Banca d'Italia aventi ad oggetto l'affidamento di contratti di lavori, forniture e servizi, la fase dei controlli sugli atti dei suddetti procedimenti e il funzionamento degli organi interni cui gli stessi sono demandati.

Sull'ammontare degli impegni di spesa per beni e servizi hanno inciso in misura rilevante nell'esercizio 2008 le tecnologie informatiche (in primo luogo l'avvio di TARGET2), le decisioni assunte in ambito europeo sulla quota di produzione delle banconote affidata alla Banca, che ha comportato anche l'acquisto di una parte di banconote, e le iniziative nel comparto immobiliare.

Il bilancio annuale di previsione degli impegni di spesa (budget) approvato dal Consiglio superiore per l'esercizio 2009 mostra un incremento degli stanziamenti rispetto al precedente esercizio. Sulla dinamica complessiva delle spese incide il processo di riorganizzazione della rete periferica nonché alcuni fattori di natura straordinaria, quali, in particolare, l'aumento della produzione delle banconote in base alla quota assegnata dall'Eurosistema alla Banca e l'attuazione delle strategie di completa automazione del processo di gestione del contante presso le Unità periferiche.

La circolazione monetaria

La Banca partecipa, nell'ambito dell'Eurosistema, alle attività propedeutiche alla realizzazione della seconda serie dell'euro e concorre alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto alle contraffazioni.

L'attività di gestione del contante continua a essere interessata dalle iniziative destinate a dare attuazione agli indirizzi maturati in sede di Eurosistema e ispirati a realizzare una maggiore convergenza nella specifica attività svolta dalle banche centrali nazionali. Il progetto riguardante il nuovo assetto territoriale della Banca, con l'istituzione di succursali specializzate nel trattamento del contante, rappresenta un elemento di novità destinato a produrre benefici in termini di efficienza complessiva del sistema.

Nel corso del 2008 la Banca d'Italia ha prodotto 1,1 miliardi di banconote, nei tagli da 20, 50 e 100 euro. Ha immesso in circolazione 2,3 miliardi di banconote, per un valore di 89,2 miliardi di euro. Il flusso di rientro nelle casse dell'Istituto ha riguardato 2,1 miliardi di banconote, pari a 78,2 miliardi di euro, sottoposte in massima parte a procedura di selezione automatica presso le Filiali.

I livelli di domanda di banconote registrati negli ultimi esercizi hanno ormai assunto carattere strutturale, in virtù dell'estesa diffusione della valuta comunitaria e dell'ampia esigenza di sostituzione dei biglietti logori, e trovano conferma nei quantitativi, ancora più elevati, previsti per il 2009. La produzione di banconote dovrebbe incrementarsi anche negli anni successivi in relazione alle esigenze legate all'emissione della seconda serie dell'euro. Per fronteggiare la crescente domanda è stato predisposto un piano industriale diretto a consentire l'adeguamento della capacità produttiva ai fabbisogni attesi. Nelle more dell'attuazione del piano – che per alcuni aspetti ha richiesto un confronto con le Organizzazioni sindacali – si è reso necessario nel 2008, al fine di assolvere agli obblighi nei confronti dell'Eurosistema, acquisire dalla stamperia della Banca centrale austriaca un limitato quantitativo di banconote.

Alla fine del 2008 l'ammontare delle banconote in circolazione era pari a 139,5 miliardi di euro (18,3 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con un aumento dell'8,6 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2007 (128,5 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 126,2 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema nozionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,5 per cento).

Le risorse 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 SEBC. La Banca gestisce altresì una parte delle riserve conferite alla BCE, sulla base delle linee guida definite dal Consiglio direttivo.

Per assicurare l'efficace svolgimento dei compiti istituzionali, le riserve 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.

Tavola 22.2

Composizione delle riserve (1) (milioni di euro)		
VALUTE	31.12.2008	31.12.2007 (2)
Dollari statunitensi	22.192 (3)	14.214
Sterline inglesi	4.234	5.129
Yen giapponesi	4.739	3.593
Franchi svizzeri	229	241
Altre valute	2	4
Oro	48.995	44.793
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	1.014	410
Totale	81.405	68.384

(1) Le riserve, valutate ai cambi e ai prezzi di mercato, comprendono le riserve ufficiali (oro e attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro) nonché le attività in valuta detenute verso residenti nell'area dell'euro; le attività in valuta sono esposte al netto delle passività in valuta. Non sono incluse le attività finanziarie (ETF e quote di OICR) denominate in divisa estera detenute a fronte delle riserve ordinaria e straordinaria, degli accantonamenti e degli altri fondi patrimoniali, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata. – (2) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC. Le riserve rivenienti dall'UIC comprendevano, nei controvalori in euro, dollari per 9 milioni, sterline per 3 milioni, franchi per 2 milioni, yen per un milione e altre valute per 3 milioni. – (3) Include operazioni temporanee in dollari, poste in essere nell'ambito del programma US dollar Term Auction Facility, per 6.141 milioni (94 nel 2007).

Al 31 dicembre 2008 il controvalore in euro delle riserve auree e di quelle valutarie era pari a 81,4 miliardi (68,4 miliardi nel 2007 includendo le attività nette in valuta dell'UIC, pari a 18 milioni). La crescita ha riflesso principalmente l'incremento del prezzo dell'oro (9,4 per cento, per una variazione del valore delle consistenze di 4.202 milioni) e le operazioni temporanee in valuta effettuate con controparti dell'Eurosistema nell'ambito del programma US dollar Term Auction Facility (+6.047 milioni rispetto a fine 2007), cfr. il paragrafo *I rischi finanziari*. Ha inciso inoltre positivamente l'apprezzamento del dollaro e dello yen, mentre ha influito negativamente il deprezzamento della sterlina inglese. 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 un limitato ricorso anche ai mercati internazionali dei futures.

La composizione delle riserve, diverse da quelle rappresentate da oro e diritti speciali di prelievo (DSP) e al netto degli ammontari riferibili al rifinanziamento temporaneo in dollari, evidenziava alla fine del 2008, rispetto all'anno precedente, un maggior peso degli investimenti in dollari (dal 61,2 al 63,5 per cento) e in yen (dal 15,6 al 18,8 per cento), una riduzione dell'incidenza di quelli in sterline (dal 22,2 al 16,8 per cento) e una sostanziale stabilità di quelli in franchi svizzeri (1 per cento circa). La composizione delle riserve valutarie è approvata dal Direttorio.

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario che comprende attività diverse da quelle riconducibili alla politica monetaria e alla gestione delle riserve valutarie. L'*asset allocation* strategica di tale portafoglio rispecchia combinazioni di rischio-rendimento definite in un'ottica di lungo periodo e sulla base di criteri prudenziali. Il portafoglio include anche gli investimenti detenuti a fronte di fondi e riserve patrimoniali

e a garanzia del trattamento di quiescenza per il personale (TQP). La gestione degli investimenti tiene conto del 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 utilizzate modalità operative che non interferiscono con il processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari; sono esclusi investimenti in azioni bancarie.

Alla fine del 2008 il valore di bilancio del portafoglio era di 88 miliardi (91,7 miliardi nel 2007 includendo il portafoglio dell'UIC, pari a 2,4 miliardi). La riduzione, concentrata nel comparto azionario, è da ascrivere principalmente alla flessione dei corsi dovuta alla crisi finanziaria. 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).

L'iscrizione dei titoli nel comparto dei titoli detenuti sino alla scadenza è stabilita dal Consiglio superiore. L'89 per cento del portafoglio è iscritto nel comparto dei titoli detenuti sino alla scadenza e quindi è valutato al costo. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato, il valore del portafoglio sarebbe pari a 90 miliardi.

Tavola 22.3

Composizione del portafoglio finanziario (milioni di euro)		
TIPOLOGIA	31.12.2008	31.12.2007 (1)
Titoli di Stato	82.281	82.958
Azioni e partecipazioni	4.573	7.726
Obbligazioni convertibili e warrant	23	25
Altre obbligazioni	231	396
ETF e quote di OICR	845	603
Totale	87.953	91.708

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC. Il portafoglio riveniente dall'UIC si riferiva a titoli di Stato per 2.430 milioni e ad altre obbligazioni per 11 milioni.

Nel 2008 è proseguito il processo di diversificazione geografica del portafoglio azionario, riducendo la componente nazionale a favore di quella estera. Gli acquisti di titoli esteri hanno riguardato quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e titoli azionari di emittenti dei principali paesi dell'area dell'euro. Quanto al portafoglio obbligazionario è proseguita la diversificazione geografica nell'area dell'euro e sono stati avviati investimenti in titoli di Stato indicizzati all'inflazione. Gli acquisti hanno riguardato titoli italiani ed esteri, scelti nell'ambito dei paesi con rating almeno equivalente a quello sovrano italiano.

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 2008 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 106 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.

I rischi finanziari

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.

L'accresciuta complessità e le interdipendenze dei mercati richiedono che una sempre maggiore attenzione sia dedicata alle analisi dei mercati e al potenziamento delle funzioni di valutazione e controllo dei rischi.

La Banca d'Italia gestisce in modo integrato i rischi finanziari (di mercato, di credito, di liquidità) e pone in essere forme di valutazione e controllo dei rischi operativi collegati agli investimenti dei mezzi patrimoniali propri, delle riserve in valuta e degli altri portafogli in euro e in valuta. Inoltre, la Banca valuta i rischi delle attività stanziabili per le operazioni di politica monetaria che la normativa dell'Eurosistema assegna alle banche centrali nazionali, nonché delle attività offerte in garanzia di eventuali operazioni straordinarie di finanziamento.

I rischi connessi con la gestione delle riserve valutarie derivano in primo luogo dal rischio di cambio, dal prezzo dell'oro e dalle oscillazioni delle curve dei rendimenti dei singoli mercati. Gli effetti delle oscillazioni delle curve dei rendimenti sui prezzi dei titoli detenuti nei portafogli vengono monitorati giornalmente stabilendo dei limiti nella posizione di durata finanziaria del portafoglio rispetto al benchmark tattico e al benchmark strategico. Giornalmente viene monitorato anche il Value at Risk (VaR), calcolato sia in euro sia in valuta. Il rischio di credito è controllato mediante un esame preventivo della solidità delle controparti ammesse, tra le quali Stati sovrani (Stati Uniti, Giappone, Inghilterra e Svizzera), agenzie, enti sovranazionali e controparti bancarie. Per queste ultime tre categorie esistono limiti individuali che vengono verificati giornalmente. La liquidità delle riserve è garantita da limiti di scadenza e di comparto. Per i limiti di scadenza, gli strumenti emessi da banche commerciali possono avere durata massima di un mese, nel caso di depositi, e di tre mesi nel caso della carta commerciale. Per i limiti di comparto, anch'essi monitorati giornalmente, sono definiti tetti all'investimento che limitano l'ammontare dei depositi e degli investimenti con controparti sovranazionali e agenzie. La posizione finanziaria viene stabilita attraverso la definizione di benchmark strategici e tattici e di limiti di scostamento della durata finanziaria dei portafogli rispetto a quella dei benchmark.

I rischi a cui è sottoposto il portafoglio finanziario sono rappresentati dal rischio di tasso e dal rischio di prezzo. Il rischio di cambio per le attività non denominate in euro è coperto con operazioni di vendita a termine di valuta. I rischi di credito sono contenuti per effetto della rigida selezione degli strumenti di investimento e delle controparti. La liquidità degli strumenti finanziari oggetto di investimento è di norma molto elevata. La gestione dei rischi prende a riferimento il portafoglio nel suo insieme, compresa la componente che la Banca ha intenzione di detenere sino alla scadenza. Si considerano i rischi di oscillazione dei prezzi di mercato sui titoli obbligazionari, anche se nel bilancio dell'Istituto la maggior parte di questi investimenti è valutata al costo. In questo modo si fornisce piena evidenza dei rischi che gravano sugli investimenti in titoli a reddito fisso come conseguenza di variazioni nei rendimenti di mercato. Vengono utilizzate diverse

misure di rischio. L'esposizione ai rischi è monitorata sulla base di vari indicatori. Per la componente obbligazionaria si calcola in primo luogo l'elasticità del valore del portafoglio rispetto a oscillazioni dei tassi. In secondo luogo, separatamente per le varie classi di attività finanziarie e per i vari segmenti, si stima la perdita massima potenziale mediante l'indicatore di VaR, sia di lungo sia di breve periodo. Tale indicatore è anche utilizzato per valutare l'impatto delle iniziative di investimento sulla rischiosità complessiva del portafoglio. Vengono inoltre effettuate stime di perdite, distintamente per il lungo e per il breve periodo, in caso di andamenti di mercato particolarmente avversi, caratterizzati da bassa probabilità ma alto impatto patrimoniale (*conditional loss*).

Gli andamenti di mercato e gli investimenti effettuati nel 2008 hanno comportato una parziale modifica della composizione del portafoglio finanziario dell'Istituto. La riduzione del peso della componente azionaria e l'aumento della diversificazione all'interno della componente obbligazionaria hanno favorito una riduzione della rischiosità implicita del portafoglio. Ciò nonostante gli indicatori segnalano un aumento del rischio a causa dell'attuale fase di elevata volatilità e incertezza dei mercati finanziari.

I rischi connessi con la gestione delle operazioni di politica monetaria sono assunti dalla Banca d'Italia in relazione alla sua partecipazione all'Eurosistema e sulla base delle decisioni prese dai competenti organi della BCE, compendiate nella cosiddetta *General Documentation*. I rischi assunti nelle operazioni di politica monetaria sono valutati dalla BCE e sono oggetto di apposite sessioni nelle riunioni del Consiglio direttivo e dei competenti comitati e gruppi di lavoro dell'Eurosistema.

La difficile situazione dei mercati monetario e creditizio nel corso del 2008, in particolare a partire da settembre, ha spinto l'Eurosistema ad apportare significative modifiche all'assetto operativo della politica monetaria. Sono state introdotte operazioni di swap in dollari e franchi svizzeri, in coordinamento con la Riserva federale e la Banca nazionale svizzera. Sono aumentati i finanziamenti in dollari attraverso operazioni temporanee (US dollar Term Auction Facility), in quanto oltre alle operazioni a 28 giorni originariamente previste sono state condotte operazioni di durata overnight, settimanale e trimestrale. Sono aumentate sia la frequenza sia le scadenze delle operazioni di finanziamento in euro per le quali è stata diversificata la durata delle operazioni a più lungo termine: alla scadenza trimestrale si sono aggiunte quella mensile (la cui durata è pari a quella di ciascun periodo di mantenimento) e quella semestrale. Sono state modificate le modalità di aggiudicazione degli importi in asta: a partire dal mese di ottobre 2008, si è passati infatti dal metodo competitivo, con quantità prefissata di liquidità da aggiudicare, all'assegnazione integrale degli importi richiesti (*full allotment*) a tasso fisso. Inoltre, per le operazioni di *fine tuning* di deposito è stata introdotta la metodologia di aggiudicazione competitiva, in luogo di quella a riparto a tasso fisso adottata in precedenza. L'importo totale del rifinanziamento della BCE è aumentato in misura sensibile nel corso del 2008, inizialmente per effetto della politica di assegnazione di volumi di liquidità molto superiori agli importi "di riferimento" e successivamente con il passaggio al *full allotment*. Anche le banche italiane hanno accresciuto la partecipazione alle operazioni dell'Eurosistema, sia nel numero sia nel volume di liquidità richiesta. Per effetto del maggior ricorso della BCE a operazioni a più lungo termine si è modificata anche la scadenza media delle operazioni di rifinanziamento: nel secondo semestre del 2008 le operazioni di durata superiore a una settimana rappresentavano il 63 per cento del totale del rifinanziamento in euro; ancora a inizio anno esse coprivano il 56 per cento (e solo il 35 per cento nel secondo

trimestre 2007). In Italia permane una preferenza per le operazioni di rifinanziamento principali, anche se rispetto al periodo antecedente la crisi è di molto aumentato il ricorso alle operazioni a più lunga scadenza.

In base all'art. 18.1 dello Statuto del SEBC, ogni finanziamento erogato dall'Eurosistema deve essere assistito da idonee garanzie. L'incremento del rifinanziamento al sistema bancario nel 2008 ha comportato una forte espansione del volume delle garanzie stanziato. In relazione all'accentuarsi delle turbolenze sui mercati finanziari, lo scorso 15 ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ampliare, in via transitoria, la lista delle attività stanziabili. L'idoneità delle garanzie viene assicurata dalle misure di controllo dei rischi previste dalla *General Documentation* e, per le attività considerate idonee in via transitoria, da quelle decise dal Consiglio direttivo. Le banche centrali nazionali condividono i rischi sulle operazioni di politica monetaria con l'intero Eurosistema in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE (chiave capitale). Nel corso del 2008 il rischio assunto dall'Eurosistema, e quindi anche dalla Banca d'Italia, appare significativamente cresciuto, per il combinarsi di effetti sia quantitativi sia qualitativi.

I rischi legati a nuove tipologie di operazioni

Nell'ambito delle attività di sostegno al sistema bancario e finanziario, connesse con la crisi finanziaria internazionale, sono state attivate nel corso degli ultimi mesi del 2008 il Prestito titoli garantito (PTG) e il Mercato interbancario collateralizzato (MIC). Quest'ultimo ha peraltro iniziato la sua attività nel 2009. Con il PTG l'Istituto presta titoli di Stato dell'area dell'euro alle controparti bancarie ammesse alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema a fronte di garanzie di livello *investment grade*. Le operazioni hanno di norma durata mensile. I rischi sono contenuti dalle cautele adottate nella forma tecnica delle operazioni: sono stati posti limiti alla rischiosità e alle tipologie delle garanzie accettabili e sono inoltre stati previsti scarti prudenziali sul loro valore, limiti di concentrazione per emittente e massimali per controparte. Il MIC è un segmento del mercato interbancario dei depositi in cui gli scambi di fondi avvengono in forma anonima. Il rischio di inadempienza di ogni controparte viene coperto dal collaterale fornito dalla controparte stessa e, nel caso in cui questo non sia sufficiente, da una quota fino a un massimo del 10 per cento dell'intero pool di garanzie fornito dai partecipanti. Le misure per il controllo e la mitigazione dei rischi sul MIC sono analoghe a quelle adottate per il PTG.

Il controllo interno e i rischi operativi

La struttura di controllo interno della Banca d'Italia si fonda sull'approccio funzionale per cui ciascuna unità organizzativa è responsabile della gestione dei propri rischi, controlli, efficacia ed efficienza. Le varie unità applicano procedure di controllo operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità.

La funzione di revisione interna, anche attraverso un confronto con le funzioni di audit delle altre banche centrali dell'Eurosistema, si adopera per migliorare la qualità delle prestazioni e il governo del rischio da parte delle diverse componenti della Banca.

La tematica del rischio operativo è all'attenzione delle banche centrali, in relazione sia alla loro accresciuta esposizione verso tale tipologia di rischio, sia ai notevoli progressi compiuti ai fini della sua gestione da parte degli intermediari finanziari in attuazione del nuovo Accordo di Basilea. In tale ottica è stata avviata un'iniziativa volta a definire per i processi dell'Eurosistema un quadro comune di riferimento per la gestione del rischio operativo da parte delle banche centrali nazionali. È in corso la realizzazione di un sistema aziendale di gestione del rischio operativo coerente con tale impostazione. Valenza specifica riveste il rischio di non conformità alla norma fiscale, presidiato da apposita struttura.

Con particolare riferimento alle questioni di carattere legale, la Banca d'Italia si avvale di propri avvocati iscritti nell'elenco speciale annesso all'albo professionale. Tra i compiti a essi affidati è compresa innanzitutto la gestione del contenzioso. Nell'ambito dell'attività consultiva, sono rilasciati pareri alle diverse strutture della Banca, o in seno a gruppi di lavoro appositamente costituiti, su problematiche generali ovvero sull'adozione di atti, anche normativi, o di provvedimenti; si assistono i Servizi competenti nell'individuazione dei presupposti delle violazioni amministrative, per l'avvio delle procedure sanzionatorie di competenza dell'Istituto, o del *fumus* di reati, per l'eventuale successiva denuncia all'Autorità giudiziaria.

La politica ambientale e la sicurezza sul lavoro

In uno scenario internazionale caratterizzato da una crescente attenzione verso le problematiche ambientali, la Banca d'Italia ha studiato e attuato interventi finalizzati a ridurre l'impatto sull'ambiente della propria attività; ciò anche con l'obiettivo di conseguire la riduzione dei costi in taluni comparti, in particolare con la razionalizzazione dei consumi di risorse energetiche e naturali. Nell'ambito della strategia complessiva che la Banca persegue sono stati individuati cinque ambiti prioritari di intervento: l'uso razionale delle risorse, la gestione ottimale dei rifiuti, la mobilità sostenibile, gli acquisti "verdi", la promozione della sensibilità ambientale anche presso i soggetti con cui la Banca interagisce.

Alcune iniziative sono state avviate già nel corso del 2008, in particolare nel risparmio energetico, nella riduzione dell'uso della carta, nella raccolta differenziata dei rifiuti, nell'inserimento di clausole ecologiche nei contratti di appalto e nella formazione dei dipendenti sulle tematiche ambientali.

In materia di salute e sicurezza sul lavoro, la continua evoluzione delle norme, il rapido progresso delle cognizioni scientifiche e tecnologiche, i cambiamenti nell'organizzazione dei processi produttivi, impongono un'azione permanente di monitoraggio e di adeguamento delle misure poste a tutela dei lavoratori, tra le quali spicca la "sorveglianza sanitaria". A tal fine vengono approntati periodicamente i "piani di sicurezza", sulla base di una metodologia di valutazione dei rischi messa a punto secondo criteri di completezza, di misurabilità dei risultati, di flessibilità e di efficacia comunicativa e concepita come uno strumento di supporto a decisioni trasparenti e partecipate nell'ambito della gestione della sicurezza sul lavoro.

Accanto alle consuete attività di prevenzione e protezione, nel corso del 2008 sono stati effettuati approfondimenti riguardanti la nuova disciplina legislativa introdotta dal decreto legislativo 9 aprile 2008, n. 81 in materia di tutela della salute e della sicurezza sul lavoro nonché le nuove tipologie di rischi individuate dal legislatore. Sono

state altresì emanate disposizioni interne relativamente agli obblighi di sicurezza connessi con l'affidamento di lavori e di servizi avendo particolare riguardo alla redazione del "documento unico di valutazione dei rischi da interferenze" e alla quantificazione dei costi della sicurezza.

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 22.4.

Il risultato lordo del 2008, prima delle imposte e della variazione del fondo rischi generali, è stato pari a 679 milioni (422 nel 2007). Il risultato è al netto del rendimento (143 milioni) degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria che, pur partecipando alla formazione della base imponibile Ires, non concorre, come previsto dallo Statuto della Banca, alla formazione dell'utile in quanto assegnato direttamente alle riserve stesse.

La redditività ordinaria rappresentata da interessi e dividendi è cresciuta di 494 milioni (da 3.893 a 4.387 milioni) sia per il miglioramento del margine di interesse (+287 milioni), dovuto principalmente alla maggiore consistenza media delle attività fruttifere in euro, sia per l'aumento delle rendite da partecipazione al capitale della BCE (+204 milioni), conseguente alla restituzione alla Banca, sotto forma di acconto sul dividendo, di una parte del signoraggio conseguito sulla quota di circolazione convenzionalmente attribuita alla BCE stessa (lo scorso esercizio fu trattenuto l'intero signoraggio).

Il risultato derivante dalla negoziazione e dalla valutazione delle posizioni finanziarie in euro e in valuta, ancorché negativo, è stato migliore di quello dell'esercizio precedente (-982 milioni rispetto ai -1.938 milioni del 2007). Il dato dell'anno riflette il deprezzamento della sterlina inglese, che ha comportato svalutazioni da cambio per 1.222 milioni e la riduzione dei corsi di borsa dei titoli, in particolare azionari, che ha determinato minusvalenze da valutazione per 237 milioni; hanno invece inciso positivamente, per 477 milioni, gli utili netti su operazioni finanziarie derivanti, in particolare, dalla negoziazione su titoli denominati in dollari e sulle azioni.

L'utile lordo è stato influenzato negativamente dall'accantonamento a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, effettuato in conformità a quanto deciso dal Consiglio direttivo della BCE. Il Consiglio, sulla base del principio generale di prudenza e di quanto previsto dall'art. 32.4 dello Statuto del SEBC, ha ritenuto appropriata l'istituzione di un fondo complessivamente pari a 5.736 milioni, costituito da tutte le Banche centrali nazionali degli Stati partecipanti all'area dell'euro in proporzione alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'ammontare di pertinenza della Banca d'Italia, corrispondente al 17,9776 per cento del totale, è stato pari a 1.031 milioni.

Le altre rendite nette crescono (+283 milioni) essenzialmente per il miglior risultato netto della redistribuzione del reddito monetario; i costi operativi e le altre spese risultano in aumento (+362 milioni), per effetto dell'ampliamento della compagine del personale derivante dalla confluenza dell'UIC nonché per i maggiori accantonamenti a garanzia del TQP, conseguenti all'aggiornamento delle tavole di mortalità a base del calcolo delle riserve matematiche e agli adeguamenti retributivi connessi al rinnovo contrattuale.

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 2008				
Oro	48.995			
Posizione in valuta estera	32.410	729	-863	-134
Portafoglio attività finanziarie	88.793	3.857	-454	3.403
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	50.344	803		803
Crediti netti intra Eurosystema	17.357	1.494		1.494
Banconote in circolazione	-126.159			
Depositi per riserva obbligatoria	-28.435	-935		-935
Depositi della Pubblica amministrazione	-19.413	-1.061		-1.061
Conti di rivalutazione	-33.880			
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	-34.964			
<i>Altre rendite nette</i>		-22		415
<i>Costi operativi e altre spese</i>				-2.049
<i>Accantonamento a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria</i>				-1.031
<i>Proventi e oneri straordinari</i>				-61
<i>Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)</i>		-478	335	-143
Formazione del RISULTATO LORDO		4.387	-982	-2.726
<i>Accantonamento al fondo rischi generali</i>				-176
<i>Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</i>				-328
Formazione dell'UTILE NETTO		4.387	-982	-3.230
ESERCIZIO 2007				
Oro	44.793			
Posizione in valuta estera	23.572	1.123	-1.945	-822
Portafoglio attività finanziarie	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			
<i>Altre rendite nette</i>		-8		118
<i>Costi operativi e altre spese</i>				-1.687
<i>Proventi e oneri straordinari</i>				36
<i>Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)</i>		-492	-36	-528
Formazione del RISULTATO LORDO		3.893	-1.938	-1.533
<i>Utilizzo del fondo rischi generali</i>				1.284
<i>Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</i>				-1.610,5
Formazione dell'UTILE NETTO		3.893	-1.938	-1.860

(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 (6, 7, 8 del passivo). Il portafoglio attività finanziarie include titoli obbligazionari, azioni e partecipazioni e altre attività in euro e in valuta, allocati nelle voci 4, 6, 7, 8 e 11.3 dell'attivo; comprende inoltre la partecipazione al capitale della BCE (voce 9.1) e per il 2007 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 agli ETF e alle quote di OICR. Il risultato da tariffe e commissioni, la redistribuzione del reddito monetario e gli altri utilizzi dei fondi vengono inclusi nelle "altre rendite nette".

Le componenti straordinarie, negative per 61 milioni, includono l'accantonamento di 59 milioni per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto.

A valere sul risultato lordo, il Consiglio superiore ha deliberato un accantonamento di 176 milioni al fondo rischi generali. Con l'assegnazione del 2008 riprende il reintegro del fondo, dopo gli utilizzi resisi necessari nei passati esercizi.

L'onere fiscale complessivo dell'anno è stato pari a 328 milioni (1.610 nel 2007). Nel precedente esercizio incise per 1.255 milioni la variazione della fiscalità differita per la flessione delle attività per imposte differite a seguito della riduzione dell'aliquota Ires, dal 33 al 27,5 per cento. Conseguentemente l'utile netto del 2008 risulta pari a 175 milioni (95 milioni nel precedente esercizio).

Lo stato patrimoniale si è chiuso con un totale di 267.431 milioni, superiore di 23.054 milioni a quello del 2007. Dal lato dell'attivo si è rilevato, in particolare, un aumento delle operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie e delle attività in valuta estera, queste ultime in gran parte per effetto delle operazioni temporanee in dollari connesse al programma US dollar Term Auction Facility; in diminuzione invece la posizione creditoria all'interno dell'Eurosistema; dal lato del passivo si sono registrati la diminuzione dei depositi delle istituzioni creditizie e l'incremento delle disponibilità della Pubblica amministrazione e delle banconote in circolazione. La confluenza dell'UIC ha determinato un incremento delle riserve patrimoniali di 2.196 milioni.

Eventi successivi alla chiusura del bilancio

A partire dal 1° gennaio 2009, per effetto della revisione quinquennale e per l'ingresso della Slovacchia nell'area dell'euro, la quota di partecipazione della Banca d'Italia al capitale della BCE, considerando i soli paesi aderenti all'Eurosistema, è passata dal 17,9776 al 17,9056 per cento. 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 2009 la Banca ha definito il nono 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 2009 i tassi di cambio del dollaro e della sterlina nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente, a 1,3275 e 0,8934 evidenziando un apprezzamento rispetto ai valori della fine del 2008 (rispettivamente pari a 1,3917 e 0,9525); si è invece deprezzato lo yen il cui tasso di cambio nei confronti dell'euro è passato da 126,14 a 130,34.

Gli eventi connessi con il terremoto avvenuto in Abruzzo il 6 aprile 2009 hanno determinato la sospensione dell'attività della Filiale dell'Aquila. L'immobile adibito alla sede della Filiale ha subito danni limitati. Per gli altri immobili, siti nella città e destinati a locazione, sono in corso accertamenti per la stima dei danni subiti. Il valore di bilancio complessivo dei richiamati immobili è pari a 31 milioni.

**STATO PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2008**

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	Importi in unità di euro	
	31.12.2008	31.12.2007
1 ORO E CREDITI IN ORO	48.995.407.036	44.793.359.278
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	26.646.915.328	19.276.461.391
2.1 crediti verso l'FMI	1.790.146.957	1.163.950.124
2.2 titoli (non azionari)	22.875.908.700	14.661.776.735
2.3 conti correnti e depositi	1.938.236.284	3.352.466.453
2.4 operazioni temporanee	39.234.949	95.177.954
2.5 altre attività	3.388.438	3.090.125
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	6.952.216.251	5.052.179.843
3.1 controparti finanziarie	6.952.216.251	5.052.179.843
3.1.1 titoli (non azionari)	321.818.532	425.939.892
3.1.2 operazioni temporanee	6.140.968.671	93.846.118
3.1.3 altre attività	489.429.048	4.532.393.833
3.2 pubbliche Amministrazioni	-	-
3.3 altre controparti	-	-
4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	8.519.610	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	8.519.610	-
5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	50.344.218.525	28.070.383.588
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	12.979.778.198	22.222.181.834
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	36.975.612.330	5.848.201.754
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	-	-
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	-	-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	382.609.617	-
5.6 crediti connessi a richieste di margini	6.218.380	-
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	154.259.813	10.244.660
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (non azionari)	41.227.623.953	38.868.175.415 (1)
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	17.945.631.742	18.098.403.732
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	31.392.000.673	43.743.527.387
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792.464	721.792.464
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.924.641	7.217.924.641
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	-	-
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	23.452.283.568	35.803.810.282
10 PARTITE DA REGOLARE	1.878.465	788.583
11 ALTRE ATTIVITÀ	43.761.958.630	46.461.901.734 (1)
11.1 cassa	35.621.922	28.161.819
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	-	258.228.450
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	28.813.592.336	32.334.146.779
11.4 altre attività finanziarie	-	-
11.5 immobilizzazioni immateriali	36.034.194	27.613.610
11.6 immobilizzazioni materiali	3.570.053.947	3.677.274.966
11.7 ratei e risconti	1.484.285.165	1.374.387.959
11.8 imposte differite attive	6.412.807.316	6.310.856.695
11.9 diverse	3.409.563.750	2.451.231.456
TOTALE	267.430.630.026	244.376.425.611
CONTI D'ORDINE	419.329.234.853	324.200.245.943

(1) Gli importi del 2007 sono stati riclassificati in relazione alle modifiche intervenute nel 2008 sulle regole di rappresentazione nello schema di stato patrimoniale della categoria dei titoli immobilizzati, ora denominati *titoli detenuti sino alla scadenza*.

IL RAGIONIERE GENERALE: CLAUDIO CLEMENTE

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2009.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	Importi in unità di euro	
	31.12.2008	31.12.2007
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	126.159.171.125	112.213.480.080
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	35.441.362.984	42.622.806.292
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	28.434.547.371	35.071.182.091
2.2 depositi <i>overnight</i>	6.966.292.052	1.624.201
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	40.523.561	-
3 ALTRE PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	-	-
4 PASSIVITÀ VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA EURO	19.413.226.051	9.881.376.565
4.1 pubblica Amministrazione	19.412.943.302	9.715.516.047
4.1.1 <i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	19.095.319.108	9.672.252.995
4.1.2 <i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>	19.793.408	19.042.752
4.1.3 <i>altre passività</i>	297.830.786	24.220.300
4.2 altre controparti	282.749	165.860.518
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	200.744.792	88.074.509
5.1 debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	41.973	63.555.345
5.2 altre passività	200.702.819	24.519.164
6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	411.281.150	6.911
6.1 controparti finanziarie	-	6.911
6.2 pubbliche Amministrazioni	411.281.150	-
6.3 altre controparti	-	-
7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	2.329.622	1.827.308
7.1 depositi e conti correnti	2.329.622	1.827.308
7.2 altre passività	-	-
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI	776.011.520	754.377.600
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	13.313.088.780	16.244.516.710
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	13.313.088.780	16.244.516.710
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	-	-
10 PARTITE DA REGOLARE	50.764.574	25.944.024
11 ALTRE PASSIVITÀ	2.643.870.990	2.285.730.067
11.1 vaglia cambiari	509.460.949	756.236.790
11.2 ratei e risconti	80.949.431	85.280.730
11.3 diverse	2.053.460.610	1.444.212.547
12 ACCANTONAMENTI	8.245.924.958	6.239.998.691
12.1 fondi rischi specifici	1.775.411.272	543.255.280
12.2 accantonamenti diversi per il personale	6.470.513.686	5.696.743.411
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	33.879.592.386	29.975.834.755
14 FONDO RISCHI GENERALI	7.095.675.075	6.647.281.997
15 CAPITALE E RISERVE	19.622.374.328	17.300.013.298
15.1 capitale sociale	156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	11.882.707.407	11.757.789.279
15.3 altre riserve	7.739.510.921	5.542.068.019
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	175.211.691	95.156.804
TOTALE	267.430.630.026	244.376.425.611
CONTI D'ORDINE	419.329.234.853	324.200.245.943

IL RAGIONIERE GENERALE: CLAUDIO CLEMENTE

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2009.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

CONTO ECONOMICO

VOCI	Importi in unità di euro	
	2008	2007
1.1 Interessi attivi	6.082.271.202	5.555.123.458
1.2 Interessi passivi	-2.697.870.694	-2.482.653.362
1 Interessi attivi netti	3.384.400.508	3.072.470.096
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	362.029.442	-33.769.902
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-1.245.175.896	-1.910.093.729
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-176.000.000	1.284.000.000
2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi	-1.059.146.454	-659.863.631
3.1 Tariffe e commissioni attive	27.216.185	23.922.732
3.2 Tariffe e commissioni passive	-5.632.303	-20.092.696
3 Risultato netto da tariffe e commissioni	21.583.882	3.830.036
4 Rendite da partecipazioni	216.751.123	12.724.565
5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	-715.013.081	48.482.765
6.1 Interessi	956.886.118	991.121.023
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni	302.114.983	305.435.758
6.3 Utili, perdite e svalutazioni	-434.006.073	42.394.186
6.4 Altre componenti	4.625.331	2.270.850
6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	829.620.359	1.341.221.817
7 Altri utilizzi dei fondi	8.817	3.945.005
8 Altre rendite	76.890.892	61.744.483
TOTALE RENDITE NETTE	2.755.096.046	3.884.555.136
9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (1)	-143.003.405	-528.262.230
10.1 Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (2)	-697.282.152	-629.873.328
10.2 Altre spese relative al personale	-54.351.489	-40.495.991
10.3 Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-347.139.545	-97.496.268
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-281.071.566	-292.440.524
10.5 Compensi per organi collegiali centrali e periferici	-3.860.760	-2.889.078
10.6 Spese di amministrazione	-431.739.114	-400.569.206
10.7 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-203.452.913	-195.756.041
10.8 Costi per servizi di produzione di banconote	-7.074.951	-
10.9 Altre spese	-22.632.931	-27.423.359
10 Spese e oneri diversi	-2.048.605.421	-1.686.943.795
11 Altri accantonamenti ai fondi	-	-
12.1 Proventi straordinari	5.726.248	42.951.690
12.2 Oneri straordinari	-66.274.213	-6.654.154
12 Proventi e oneri straordinari	-60.547.965	36.297.536
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	502.939.255	1.705.646.647
13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-327.727.564	-1.610.489.843
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	175.211.691	95.156.804

(1) Effettuata a norma dell'art. 40 dello Statuto. – (2) Il numero medio dei dipendenti in servizio nel 2008 è stato pari a 7.809 (7.488 nel 2007).

IL RAGIONIERE GENERALE: CLAUDIO CLEMENTE

IL GOVERNATORE: MARIO DRAGHI

Verificato conforme ai libri di contabilità il 31 marzo 2009.

IL COLLEGIO SINDACALE: GIOVANNI FIORI, ELISABETTA GUALANDRI, GIAN DOMENICO MOSCO, ANGELO PROVASOLI, DARIO VELO

NOTA INTEGRATIVA

Principi, criteri e schemi di bilancio

Principi di redazione del bilancio. – Nella redazione del bilancio la Banca d'Italia è tenuta all'osservanza di norme speciali e, per quanto da queste non disciplinato, di quelle civilistiche, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'art. 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'art. 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, 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. L'atto di indirizzo è stato da ultimo emendato dal provvedimento 11 dicembre 2008, n. 21 (cfr. *Principali novità relative al bilancio dell'esercizio 2008*).

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;
- art. 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.

Principali novità relative al bilancio dell'esercizio 2008. – Con il provvedimento 11 dicembre 2008, n. 21, il Consiglio direttivo della BCE ha emendato l'atto di indirizzo 10 novembre 2006, n. 16. Le modifiche hanno interessato in particolare le regole di rappresentazione nello schema di stato patrimoniale della categoria dei titoli obbligazionari immobilizzati ora denominati *titoli detenuti sino alla scadenza*.

L'applicazione delle nuove norme al bilancio 2008 ha comportato il trasferimento dei titoli obbligazionari immobilizzati non detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi, precedentemente esposti nella sottovoce 11.4 *altre attività finanziarie*, alla voce 7 *titoli emessi da residenti nell'area euro*.

A fini comparativi, i dati dello schema di stato patrimoniale relativi al 2007 sono stati opportunamente riclassificati.

Al 1° gennaio 2008, a seguito della confluenza dell'UIC disposta dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, le attività e le passività dell'Ufficio sono state allocate, in continuità di valori, nel bilancio della Banca sulla base dei criteri di classificazione adottati da quest'ultima. In particolare, i fondi rischi specifici su titoli e su cambi e il fondo vertenze legali sono confluiti nel fondo rischi generali della Banca, considerato che quest'ultimo è destinato a fronteggiare i rischi concernenti la complessiva attività dell'Istituto.

Nelle tavole di nota integrativa, ai fini di una migliore comparazione dei dati patrimoniali, i saldi al 31 dicembre 2007 sono stati rielaborati per tener conto della confluenza dell'UIC, con le seguenti modalità:

- i saldi al 31 dicembre 2007 delle tavole del *Commento alle voci dello stato patrimoniale* includono anche i saldi dell'UIC;
- sono previste apposite note in calce alle citate tavole per illustrare, ove pertinente, gli effetti della rielaborazione, in particolare mediante indicazione degli ammontari riferibili all'UIC;
- è stata predisposta in apposita tavola (tavola 22.7) la riconciliazione dei dati rielaborati con quelli del bilancio dell'esercizio 2007.

Criteria contabili e di valutazione. – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2008 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

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 UEM (1° gennaio 1999), ai prezzi e ai cambi di mercato a quella data, con registrazione delle relative plusvalenze in specifici conti di rivalutazione. Tali plusvalenze vengono trasferite al conto economico, secondo criteri di proporzionalità, in caso di cessioni, di rimborsi ovvero di svalutazioni.

Per l'oro, le plusvalenze ancora esistenti al 30 dicembre 2002 sono state utilizzate in relazione all'operazione di concambio ex art. 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 all'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 si tiene conto della quota del premium/discount che, per quelli in valuta, viene rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio viene effettuata:
 1. nel caso di titoli detenuti sino alla scadenza e di titoli detenuti come investimenti permanenti, 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;
 2. nel caso di titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e diversi da quelli detenuti come investimenti permanenti:
 - a) per i titoli azionari, gli exchange-traded funds (ETF) e le obbligazioni negoziabili, al valore di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; per le quote di OICR, al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione. Le plusvalenze non realizzate vengono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico. Gli ETF e le quote di OICR in valuta iscritti nella voce patrimoniale attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi non concorrono alla formazione della posizione netta complessiva in valuta, ma costituiscono una posizione separata;
 - b) per i titoli obbligazionari non negoziabili, al costo, tenendo anche conto dell'eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla posizione dell'emittente;
 - c) per i titoli azionari non negoziabili 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 fare assumere al titolo un valore inferiore al costo.

PARTECIPAZIONI

Le partecipazioni in società controllate e collegate che rientrano nel comparto degli investimenti permanenti vengono valutate al costo, tenendo conto di eventuali perdite delle partecipate che riducano la quota di patrimonio netto. La partecipazione al capitale della BCE è valutata al costo.

I dividendi e gli utili sono rilevati per cassa.

Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127 del 1991.

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Sia per gli immobili sia 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 una tantum previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi.

I costi per l'esecuzione di lavori di tipo incrementativo sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non vengono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

RIMANENZE

La valorizzazione delle rimanenze di magazzino, che riguardano solo l'Area della funzione informatica, viene effettuata al costo con il metodo LIFO. In base alla raccomandazione 8 aprile 1999, n. NP7, emanata dal Consiglio direttivo della BCE, i costi sostenuti per la produzione delle banconote non concorrono alla valorizzazione delle giacenze di magazzino.

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 banche centrali nazionali dell'area dell'euro (BCN), 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. Il periodo di aggiustamento riferibile alla Banca d'Italia è terminato il 31 dicembre 2007. 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 sui saldi intra Eurosistema sono regolati attraverso i conti con la BCE e inclusi nella voce di conto economico interessi attivi netti.

Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il reddito 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 2008 il Consiglio direttivo ha deciso che una parte del reddito da signoraggio resti attribuito alla BCE stessa.

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA

Per ogni BCN il saldo complessivo netto intra Eurosistema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.

FONDI RISCHI

Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità. La stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli dell'Istituto è effettuata con la metodologia VaR, avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione.

Il fondo rischi generali della Banca fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.

L'alimentazione e l'utilizzo dei fondi sono deliberati dal Consiglio superiore.

FONDO IMPOSTE

Il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare (anche differite), determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale e di quelli derivanti da eventuali contenziosi tributari.

FONDO DI ACCANTONAMENTO CONNESSO ALLE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Il fondo corrisponde alla quota di pertinenza dell'Istituto relativa all'accantonamento effettuato dall'Eurosistema a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria.

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;
- gli accantonamenti relativi agli oneri per le misure di accompagnamento all'uscita connesse alla ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto sono iscritti per gli importi determinati sulla base di stime attendibili;
- il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati viene alimentato secondo quanto previsto dall'art. 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;
- gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.

Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo).

ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

I crediti sono iscritti al valore nominale salvo eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla controparte.

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 espone le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo Fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione viene effettuata al valore di mercato di fine periodo. Le conseguenti plus/minusvalenze costituiscono componenti reddituali che, alla stregua delle altre risultanze economiche della gestione, modificano direttamente il patrimonio del Fondo.

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'art. 87 della legge 289 del 2002.

Le altre componenti sono espone al valore nominale.

OPERAZIONI FUORI BILANCIO E CONTI D'ORDINE

Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta

- gli acquisti e le vendite a termine vengono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.

Contratti swap su valute

- gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi. La posizione a termine viene valutata congiuntamente alla relativa posizione a pronti.

All'atto del regolamento delle operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta e di quelle relative a contratti swap su valute, le evidenze nei conti d'ordine vengono chiuse e sono interessate le pertinenti voci patrimoniali.

Contratti futures su tassi di interesse denominati in valuta

- sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al valore nozionale ed espressi a fine esercizio al cambio comunicato dalla BCE. I margini iniziali, se costituiti da contante, sono rilevati nello stato patrimoniale tra i crediti in valuta; se costituiti da titoli, nei conti d'ordine. I margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, comunicati dal clearer, confluiscono nel conto economico, convertiti al cambio del giorno.

- Altre fattispecie iscritte nei conti d'ordine*
- *i titoli in euro in deposito sono esposti al valore nominale; le azioni per quantità; le altre fattispecie al valore facciale o al valore convenzionale;*
 - *i titoli oggetto delle operazioni di scambio temporaneo a sostegno della liquidità del mercato, dati a prestito dalla Banca e ricevuti in garanzia dalle controparti, sono esposti al valore di mercato e adeguati al cambio di fine esercizio;*
 - *gli impegni per operazioni in valuta sono esposti al cambio contrattato. L'evidenza viene chiusa al momento del regolamento;*
 - *le altre poste in valuta sono convertite al cambio di fine esercizio comunicato dalla BCE.*

Tavole analitiche di stato patrimoniale e di conto economico

Tavola 22.5

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale (migliaia di euro)				
ATTIVO		31.12.2008	31.12.2007	Variazioni
1	Oro e crediti in oro	48.995.407	44.793.359	4.202.048
2	Attività in valuta estera verso non residenti nell'area euro	26.646.915	19.276.461	7.370.454
2.1	crediti verso l'FMI	1.790.147	1.163.950	626.197
2.2	titoli (non azionari)	22.875.909	14.661.777	8.214.132
2.3	conti correnti e depositi	1.938.236	3.352.466	-1.414.230
2.4	operazioni temporanee	39.235	95.178	-55.943
2.5	altre attività	3.388	3.090	298
3	Attività in valuta estera verso residenti nell'area euro	6.952.216	5.052.180	1.900.036
3.1	controparti finanziarie	6.952.216	5.052.180	1.900.036
3.1.1	titoli (non azionari)	321.818	425.940	-104.122
3.1.2	operazioni temporanee	6.140.969	93.846	6.047.123
3.1.3	altre attività	489.429	4.532.394	-4.042.965
3.2	pubbliche Amministrazioni	-	-	-
3.3	altre controparti	-	-	-
4	Crediti verso non residenti nell'area euro	8.520	1.000	7.520
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	8.520	-	8.520
5	Rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area euro relativo a operazioni di politica monetaria	50.344.218	28.070.384	22.273.834
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	12.979.778	22.222.182	-9.242.404
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	36.975.612	5.848.202	31.127.410
5.3	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	-	-	-
5.4	operazioni temporanee di tipo strutturale	-	-	-
5.5	operazioni di rifinanziamento marginale	382.610	-	382.610
5.6	crediti connessi a richieste di margini	6.218	-	6.218
6	Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro	154.260	10.245	144.015
7	Titoli emessi da residenti nell'area euro (non azionari)	41.227.624	38.868.175 (1)	2.359.449
	<i>titoli di Stato</i>	<i>41.178.538</i>	<i>38.819.289</i>	<i>2.359.249</i>
	<i>altre obbligazioni</i>	<i>49.086</i>	<i>48.886</i>	<i>200</i>

(1) Gli importi del 2007 sono stati riclassificati in relazione alle modifiche intervenute nel 2008 sulle regole di rappresentazione nello schema di stato patrimoniale della categoria dei titoli immobilizzati, ora denominati *titoli detenuti sino alla scadenza*. I titoli detenuti sino alla scadenza sono titoli caratterizzati da pagamenti fissi o determinabili e scadenza fissa che la Banca ha intenzione di detenere sino a scadenza.

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale				
<i>(migliaia di euro)</i>				
ATTIVO	31.12.2008	31.12.2007	Variazioni	
8 Crediti verso la pubblica Amministrazione	17.945.632	18.098.404	-152.772	
<i>titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289/2002</i>	17.099.495	17.202.389	-102.894	
<i>titoli di Stato rivenienti dalle cessate gestioni ammassi</i>	812.445	862.323	-49.878	
<i>poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi - parte non cartolarizzata</i>	33.692	33.692	-	
<i>residuo credito per prestito argentino (ex UIC)</i>	5.581	-	5.581	
<i>rettifiche di valore</i>	-5.581	-	-5.581	
9 Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro	31.392.001	43.743.527	-12.351.526	
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792	721.792	-	
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.925	7.217.925	-	
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	-	-	-	
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	23.452.284	35.803.810	-12.351.526	
10 Partite da regolare	1.878	789	1.089	
11 Altre attività	43.761.959	46.461.902 (1)	-2.699.943	
11.1 cassa	35.622	28.162	7.460	
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	-	258.228	-258.228	
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	28.813.593	32.334.147	-3.520.554	
<i>titoli di Stato</i>	23.190.331	23.644.488	-454.157	
<i>azioni e partecipazioni</i>	4.573.130	7.725.900	-3.152.770	
<i>ETF e quote di OICR</i>	844.819	602.930	241.889	
<i>altre obbligazioni</i>	205.313	360.829	-155.516	
11.4 altre attività finanziarie	-	-(1)	-	
11.5 immobilizzazioni immateriali	36.034	27.614	8.420	
11.6 immobilizzazioni materiali	3.570.054	3.677.275	-107.221	
11.7 ratei e risconti	1.484.285	1.374.388	109.897	
11.8 imposte differite attive	6.412.807	6.310.857	101.950	
11.9 diverse	3.409.564	2.451.231	958.333	
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	95.697	81.191	14.506	
<i>attività del Fondo pensione complementare</i>	106.273	98.693	7.580	
<i>altre partite</i>	3.207.594	2.271.347	936.247	
Totale	267.430.630	244.376.426	23.054.204	

(1) Gli importi del 2007 sono stati riclassificati in relazione alle modifiche intervenute nel 2008 sulle regole di rappresentazione nello schema di stato patrimoniale della categoria dei titoli immobilizzati, ora denominati *titoli detenuti sino alla scadenza*. I titoli detenuti sino alla scadenza sono titoli caratterizzati da pagamenti fissi o determinabili e scadenza fissa che la Banca ha intenzione di detenere sino a scadenza.

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale				
<i>(migliaia di euro)</i>				
PASSIVO		31.12.2008	31.12.2007	Variazioni
1	Banconote in circolazione	126.159.171	112.213.480	13.945.691
2	Passività verso istituzioni creditizie dell'area euro relative a operazioni di politica monetaria	35.441.363	42.622.806	-7.181.443
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	28.434.547	35.071.182	-6.636.635
2.2	depositi <i>overnight</i>	6.966.292	1.624	6.964.668
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	40.524	–	40.524
3	Altre passività verso istituzioni creditizie dell'area euro	–	–	–
4	Passività verso altri residenti nell'area euro	19.413.226	9.881.377	9.531.849
4.1	pubblica Amministrazione	19.412.943	9.715.516	9.697.427
	4.1.1 <i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	19.095.319	9.672.253	9.423.066
	4.1.2 <i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>	19.793	19.043	750
	4.1.3 <i>altre passività</i>	297.831	24.220	273.611
4.2	altre controparti	283	165.861	-165.578
5	Passività verso non residenti nell'area euro	200.745	88.074	112.671
5.1	debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	42	63.555	-63.513
5.2	altre passività	200.703	24.519	176.184
6	Passività in valuta estera verso residenti nell'area euro	411.281	7	411.274
6.1	controparti finanziarie	–	7	-7
6.2	pubbliche Amministrazioni	411.281	–	411.281
6.3	altre controparti	–	–	–
7	Passività in valuta estera verso non residenti nell'area euro	2.330	1.827	503
7.1	depositi e conti correnti	2.330	1.827	503
7.2	altre passività	–	–	–
8	Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	776.012	754.378	21.634

Prospetto analitico delle voci di stato patrimoniale			
<i>(migliaia di euro)</i>			
PASSIVO	31.12.2008	31.12.2007	Variazioni
9 Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro	13.313.089	16.244.517	-2.931.428
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	13.313.089	16.244.517	-2.931.428
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	–	–	–
10 Partite da regolare	50.764	25.944	24.820
11 Altre passività	2.643.871	2.285.730	358.141
11.1 vaglia cambiari	509.461	756.237	-246.776
11.2 ratei e risconti	80.949	85.281	-4.332
11.3 diverse	2.053.461	1.444.212	609.249
<i>banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario</i>	<i>709.209</i>	<i>753.426</i>	<i>-44.217</i>
<i>passività del Fondo pensione complementare</i>	<i>106.273</i>	<i>98.693</i>	<i>7.580</i>
<i>altre partite</i>	<i>1.237.979</i>	<i>592.093</i>	<i>645.886</i>
12 Accantonamenti	8.245.925	6.239.999	2.005.926
12.1 fondi rischi specifici	1.775.411	543.255	1.232.156
<i>fondo assicurazione danni</i>	<i>309.874</i>	<i>309.874</i>	<i>–</i>
<i>fondo imposte</i>	<i>434.344</i>	<i>233.381</i>	<i>200.963</i>
<i>fondo connesso alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</i>	<i>1.031.193</i>	<i>–</i>	<i>1.031.193</i>
12.2 accantonamenti diversi per il personale	6.470.514	5.696.744	773.770
<i>a garanzia del TQP</i>	<i>6.290.060</i>	<i>5.594.950</i>	<i>695.110</i>
<i>fondo oneri per il personale per TFR</i>	<i>175.703</i>	<i>97.921</i>	<i>77.782</i>
<i>fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati</i>	<i>2.656</i>	<i>1.827</i>	<i>829</i>
<i>di pensionati</i>	<i>2.095</i>	<i>2.046</i>	<i>49</i>
13 Conti di rivalutazione	33.879.592	29.975.835	3.903.757
14 Fondo rischi generali	7.095.675	6.647.282	448.393
15 Capitale e riserve	19.622.374	17.300.013	2.322.361
15.1 capitale sociale	156	156	–
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	11.882.707	11.757.789	124.918
15.3 altre riserve	7.739.511	5.542.068	2.197.443
16 Utile netto da ripartire	175.212	95.157	80.055
Totale	267.430.630	244.376.426	23.054.204

Prospetto analitico delle voci di conto economico				
<i>(unità di euro)</i>				
	VOCI	2008	2007	Variazioni
1.1	Interessi attivi	6.082.271.202	5.555.123.458	527.147.744
	<i>su titoli in euro</i>	2.373.514.240	2.363.880.519	9.633.721
	<i>su operazioni di rifinanziamento</i>	802.634.636	771.526.434	31.108.202
	<i>su saldi intra SEBC</i>	2.040.162.767	1.206.070.060	834.092.707
	<i>diversi in euro</i>	51.688.587	31.463.934	20.224.653
	<i>su titoli in valuta</i>	550.535.139	770.195.592	-219.660.453
	<i>su altre attività in valuta</i>	233.900.337	369.519.018	-135.618.681
	<i>su crediti verso l'FMI</i>	29.835.496	42.467.901	-12.632.405
1.2	Interessi passivi	-2.697.870.694	-2.482.653.362	-215.217.332
	<i>su disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	-1.043.942.019	-1.015.107.189	-28.834.830
	<i>su fondo per l'ammortamento titoli di Stato</i>	-791.123	-11.422.752	10.631.629
	<i>su depositi di riserva in conto corrente</i>	-934.903.042	-844.035.966	-90.867.076
	<i>su saldi intra SEBC</i>	-545.829.559	-512.572.602	-33.256.957
	<i>diversi in euro</i>	-87.536.706	-39.950.484	-47.586.222
	<i>su assegnazioni di DSP da parte dell'FMI</i>	-19.374.363	-31.854.751	12.480.388
	<i>diversi in valuta</i>	-65.493.882	-27.709.618	-37.784.264
1	Interessi attivi netti	3.384.400.508	3.072.470.096	311.930.412
2.1	Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	362.029.442	-33.769.902	395.799.344
	<i>da negoziazione titoli in euro</i>	420.314	797.350	-377.036
	<i>da negoziazione titoli in valuta</i>	333.568.611	21.462.625	312.105.986
	<i>da negoziazione in cambi</i>	17.850.970	-57.715.796	75.566.766
	<i>su contratti derivati</i>	2.554.353	-1.347.204	3.901.557
	<i>su altre operazioni</i>	7.635.194	3.033.123	4.602.071
2.2	Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-1.245.175.896	-1.910.093.729	664.917.833
	<i>da prezzo su titoli in euro</i>	-22.434.504	-	-22.434.504
	<i>da prezzo su titoli in valuta</i>	-577.883	-514.871	-63.012
	<i>da cambio</i>	-1.222.163.509	-1.909.578.858	687.415.349
2.3	Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-176.000.000	1.284.000.000	-1.460.000.000
2	Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi	-1.059.146.454	-659.863.631	-399.282.823
3.1	Tariffe e commissioni attive	27.216.185	23.922.732	3.293.453
3.2	Tariffe e commissioni passive	-5.632.303	-20.092.696	14.460.393
3	Risultato netto da tariffe e commissioni	21.583.882	3.830.036	17.753.846
	Reddito da partecipazione alla BCE	216.751.123	11.699.218	205.051.905
	Reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC	-	1.025.347	-1.025.347
4	Rendite da partecipazioni	216.751.123	12.724.565	204.026.558
	Reddito monetario conferito	-4.631.948.876	-4.126.342.916	-505.605.960
	Reddito monetario redistribuito	4.948.129.210	4.174.825.681	773.303.529
	Accantonamento al fondo connesso alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema	-1.031.193.415	-	-1.031.193.415
5	Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	-715.013.081	48.482.765	-763.495.846

Prospetto analitico delle voci di conto economico (unità di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
6.1 Interessi	956.886.118	991.121.023	-34.234.905
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni	302.114.983	305.435.758	-3.320.775
6.3 Utili, perdite e svalutazioni	-434.006.073	42.394.186	-476.400.259
<i>utili e perdite da negoziazione e realizzo</i>	<i>266.242.400</i>	<i>85.709.205</i>	<i>180.533.195</i>
<i>svalutazioni</i>	<i>-700.248.473</i>	<i>-43.315.019</i>	<i>-656.933.454</i>
6.4 Altre componenti	4.625.331	2.270.850	2.354.481
6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	829.620.359	1.341.221.817	-511.601.458
7 Altri utilizzi dei fondi	8.817	3.945.005	-3.936.188
8 Altre rendite	76.890.892	61.744.483	15.146.409
TOTALE RENDITE NETTE	2.755.096.046	3.884.555.136	-1.129.459.090
9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie	-143.003.405	-528.262.230	385.258.825
10.1 Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio	-697.282.152	-629.873.328	-67.408.824
10.2 Altre spese relative al personale	-54.351.489	-40.495.991	-13.855.498
10.3 Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-347.139.545	-97.496.268	-249.643.277
<i>TQP</i>	<i>-257.607.274</i>	<i>-23.636.239</i>	<i>-233.971.035</i>
<i>oneri maturati e non ancora erogati</i>	<i>-89.184.031</i>	<i>-73.703.999</i>	<i>-15.480.032</i>
<i>altri</i>	<i>-348.240</i>	<i>-156.030</i>	<i>-192.210</i>
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-281.071.566	-292.440.524	11.368.958
10.5 Compensi per organi collegiali centrali e periferici	-3.860.760	-2.889.078	-971.682
10.6 Spese di amministrazione	-431.739.114	-400.569.206	-31.169.908
10.7 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-203.452.913	-195.756.041	-7.696.872
10.8 Costi per servizi di produzione di banconote	-7.074.951	-	-7.074.951
10.9 Altre spese	-22.632.931	-27.423.359	4.790.428
10 Spese e oneri diversi	-2.048.605.421	-1.686.943.795	-361.661.626
11 Altri accantonamenti ai fondi	-	-	-
12.1 Proventi straordinari	5.726.248	42.951.690	-37.225.442
12.2 Oneri straordinari	-66.274.213	-6.654.154	-59.620.059
12 Proventi e oneri straordinari	-60.547.965	36.297.536	-96.845.501
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	502.939.255	1.705.646.647	-1.202.707.392
13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-327.727.564	-1.610.489.843	1.282.762.279
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	175.211.691	95.156.804	80.054.887

Prospetto di riconciliazione dei dati comparativi con il bilancio al 31 dicembre 2007

ATTIVO	Importi in migliaia di euro					
	Banca d'Italia al 31.12.2007	Riclassifiche	Banca d'Italia al 31.12.2007 (comparativo)	Ufficio italiano dei cambi al 31.12.2007	Consolidamento dei saldi	Banca d'Italia al 31.12.2007 (rielaborato)
1 ORO E CREDITI IN ORO	44.793.359		44.793.359	-		44.793.359
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	19.276.461		19.276.461	401.456		19.677.917
2.1 crediti verso l'FMI	1.163.950		1.163.950	-		1.163.950
2.2 titoli (non azionari)	14.661.777		14.661.777	-		14.661.777
2.3 conti correnti e depositi	3.352.466		3.352.466	401.456		3.753.922
2.4 operazioni temporanee	95.178		95.178	-		95.178
2.5 altre attività	3.090		3.090	-		3.090
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	5.052.180		5.052.180	59		5.052.239
3.1 controparti finanziarie	5.052.180		5.052.180	59		5.052.239
3.1.1 titoli (non azionari)	425.940		425.940	-		425.940
3.1.2 operazioni temporanee	93.846		93.846	-		93.846
3.1.3 altre attività	4.532.394		4.532.394	59		4.532.453
3.2 pubbliche Amministrazioni	-		-	-		-
3.3 altre controparti	-		-	-		-
4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	1.000		1.000	12.022		13.022
4.1 crediti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	1.000		1.000	-		1.000
4.2 titoli (non azionari)	-		-	-		-
4.3 altri crediti	-		-	12.022		12.022
5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	28.070.384		28.070.384	-		28.070.384
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	22.222.182		22.222.182	-		22.222.182
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	5.848.202		5.848.202	-		5.848.202
5.3 operazioni temporanee di fine-tuning	-		-	-		-
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	-		-	-		-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	-		-	-		-
5.6 crediti connessi a richieste di margini	-		-	-		-
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	10.245		10.245	257.296	-165.263	102.278
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (NON AZIONARI)	-	38.868.175	38.868.175	1.276.398		40.144.573
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	18.098.404		18.098.404	-		18.098.404
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	43.743.527		43.743.527	827		43.744.354
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792		721.792	-		721.792
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.925		7.217.925	-		7.217.925
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		35.803.810	827		35.804.637
10 PARTITE DA REGOLARE	789		789	-		789
11 ALTRE ATTIVITÀ	85.330.077	-38.868.175	46.461.902	1.899.804	-259.594	48.102.112
11.1 cassa	28.162		28.162	-		28.162
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228		258.228	-	-258.228	-
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.334.147		32.334.147	1.164.398		33.498.545
11.4 altre attività finanziarie	38.868.175	-38.868.175	-	-		-
11.5 immobilizzazioni immateriali	27.614		27.614	633		28.247
11.6 immobilizzazioni materiali	3.677.275		3.677.275	48.608		3.725.883
11.7 ratei e risconti	1.374.388		1.374.388	36.167		1.410.555
11.8 imposte differite attive	6.310.857		6.310.857	1.620		6.312.477
11.9 diverse	2.451.231		2.451.231	648.378	-1.366	3.098.243
TOTALE	244.376.426	-	244.376.426	3.847.862	-424.857	247.799.431

Prospetto di riconciliazione dei dati comparativi con il bilancio al 31 dicembre 2007

PASSIVO	Importi in migliaia di euro					
	Banca d'Italia al 31.12.2007	Riclassifiche	Banca d'Italia al 31.12.2007 (comparativo)	Ufficio italiano dei cambi al 31.12.2007	Consolidamento dei saldi	Banca d'Italia al 31.12.2007 (rielaborato)
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	112.213.480		112.213.480	–		112.213.480
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	42.622.806		42.622.806	–		42.622.806
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	35.071.182		35.071.182	–		35.071.182
2.2 depositi <i>overnight</i>	1.624		1.624	–		1.624
2.3 depositi a tempo determinato	7.550.000		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		9.881.377	67.784	-165.263	9.783.898
4.1 pubblica Amministrazione	9.715.516		9.715.516	67.784		9.783.300
4.1.1 <i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	9.672.253		9.672.253	–		9.672.253
4.1.2 <i>fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>	19.043		19.043	–		19.043
4.1.3 <i>altre passività</i>	24.220		24.220	67.784		92.004
4.2 altre controparti	165.861		165.861	–	-165.263	598
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	88.074		88.074	–		88.074
5.1 debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	63.555		63.555	–		63.555
5.2 altre passività	24.519		24.519	–		24.519
6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	7		7	382.804		382.811
6.1 controparti finanziarie	7		7	–		7
6.2 pubbliche Amministrazioni	–		–	382.804		382.804
6.3 altre controparti	–		–	–		–
7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	1.827		1.827	1.094		2.921
7.1 depositi e conti correnti	1.827		1.827	1.094		2.921
7.2 altre passività	–		–	–		–
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI	754.378		754.378	–		754.378
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	16.244.517		16.244.517	–		16.244.517
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		16.244.517	–		16.244.517
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	–		–	–		–
10 PARTITE DA REGOLARE	25.944		25.944	2.190		28.134
11 ALTRE PASSIVITÀ	2.285.730		2.285.730	198.277	-1.366	2.482.641
11.1 vaglia cambiari	756.237		756.237	–		756.237
11.2 ratei e risconti	85.281		85.281	2		85.283
11.3 diverse	1.444.212		1.444.212	198.275	-1.366	1.641.121
12 ACCANTONAMENTI	6.239.999		6.239.999	517.912	-50.102	6.707.809
12.1 fondi rischi specifici	543.255		543.255	73.004	-50.102	566.157
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.696.744		5.696.744	444.908		6.141.652
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	29.975.835		29.975.835	1.504		29.977.339
14 FONDO RISCHI GENERALI	6.647.282		6.647.282	222.291	50.102	6.919.675
15 CAPITALE E RISERVE	17.300.013		17.300.013	2.453.840	-258.062	19.495.791
15.1 capitale sociale	156		156	258.228	-258.228	156
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	11.757.789		11.757.789	–		11.757.789
15.3 altre riserve	5.542.068		5.542.068	2.195.612	166	7.737.846
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	95.157		95.157	166	-166	95.157
TOTALE	244.376.426		- 244.376.426	3.847.862	-424.857	247.799.431

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)

L'aumento del valore dell'oro – la cui quantità è rimasta invariata rispetto al 2007 (79 milioni di onces pari a 2.452 tonnellate) – è interamente da ascrivere all'apprezzamento del metallo. L'ammontare delle attività nette in valuta riflette anche le operazioni temporanee in dollari effettuate nell'ambito del programma US dollar Term Auction Facility, avviato alla fine del 2007, fra la Riserva federale e la BCE (cfr. *infra*); ha inoltre inciso positivamente sulle attività nette in valuta il complessivo andamento dei cambi.

Tavola 22.8

Oro, attività e passività in valuta (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
Oro (voce 1)	48.995.407	44.793.359	4.202.048	
Attività nette in valuta	32.409.508	23.590.046	8.819.462	
Attività in valuta	33.599.131	24.730.156	8.868.975	
crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	1.790.147	1.163.950	626.197	
titoli obbligazionari diversi da quelli detenuti sino alla scadenza (sottovoci 2.2 e 3.1.1)	23.197.727	15.087.717	8.110.010	
conti correnti e depositi (sottovoci 2.3 e 3.1.3)	2.427.665	8.286.375	-5.858.710	
operazioni temporanee (sottovoci 2.4 e 3.1.2)	6.180.204	189.024	5.991.180	
altre attività (sottovoce 2.5)	3.388	3.090	298	
Passività in valuta	1.189.623	1.140.110	49.513	
assegnazione di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	776.012	754.378	21.634	
anticipi delle pubbliche amministrazioni (sottovoce 6.2)	411.281	382.804	28.477	
conti correnti e depositi (sottovoce 7.1)	2.330	2.921	-591	
altre passività (sottovoce 6.1)	-	7	-7	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

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 ottenuto dalla quotazione dell'oro in dollari stabilita al fixing di Londra del 31 dicembre 2008, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2007 l'oro si è apprezzato del 9,4 per cento (da 568,236 a 621,542 euro per oncia). I tassi di cambio delle principali valute estere rispetto all'euro hanno evidenziato l'apprezzamento del dollaro statunitense (da 1,4721 a 1,3917 dollari per euro), dello yen (da 164,93 a 126,14), del franco svizzero (da 1,6547 a 1,4850) e dei diritti speciali di prelievo (DSP) (da 1,0740 a 1,1048 euro per DSP). Si è invece deprezzata la sterlina inglese (da 0,7334 a 0,9525 sterline per euro).

Alla fine dell'esercizio sono emerse plusvalenze (6.215 milioni) affluite ai corrispondenti conti di rivalutazione e riferite all'oro (4.202 milioni) e ad attività denominate prevalentemente in dollari e yen (2.013 milioni). Sulle sterline sono invece emerse minusvalenze per 1.222 milioni che hanno inciso interamente sul conto economico.

Dopo le predette variazioni, i conti di rivalutazione da cambio ammontavano alla fine del 2008 a 31.588 milioni, di cui 29.575 riferiti all'oro, 1.110 allo yen, 831 al dollaro, 50 ai DSP e 22 ai franchi svizzeri (cfr. Conti di rivalutazione).

Le attività nette verso l’FMI sono aumentate principalmente per effetto di utilizzi da parte dei paesi debitori che hanno determinato un aumento della posizione netta dell’Italia nei confronti del Fondo.

Tavola 22.9

Rapporti con il Fondo monetario internazionale (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2008	31.12.2007	Variazioni
Attivo			
Crediti verso l’FMI (sottovoce 2.1)	1.790.147	1.163.950	626.197
a) Posizione netta dell’Italia verso il Fondo	1.090.828	493.880	596.948
partecipazione	7.790.981	7.601.357	189.624
disponibilità del Fondo	-6.700.153	-7.107.477	407.324
b) Partecipazione PRGF	511.783	445.156	66.627
c) Diritti speciali di prelievo	187.536	224.914	-37.378
Passivo			
Assegnazioni di DSP da parte dell’FMI (voce 8)	776.012	754.378	21.634

L’Italia ha aderito all’FMI nel 1947. La posizione del Paese nei confronti dell’FMI è rappresentata nel bilancio della Banca d’Italia conformemente agli accordi stipulati attraverso una convenzione con il Ministero dell’Economia e delle finanze. Nel dettaglio:

- la posizione netta dell’Italia verso il Fondo (reserve tranche position sottoscritta in oro, DSP e lire), pari a 1.091 milioni a fine 2008, è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell’Italia (7.791 milioni, corrispondenti a 7.055 milioni di DSP) e le disponibilità del Fondo nel conto intestato allo stesso organismo (6.700 milioni, corrispondenti a 6.069 milioni di DSP) originariamente alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta in valuta nazionale;*
- la partecipazione ai prestiti per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF), pari a 512 milioni (463 milioni di DSP), riguarda i prestiti a lungo termine concessi a condizioni agevolate a Stati con forte esposizione debitoria nei confronti dell’FMI;*
- 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 2008, a 170 milioni, per un controvalore in euro di 188 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, il cui controvalore ammontava a fine esercizio a 776 milioni.

Il portafoglio dei titoli in valuta è composto da obbligazioni emesse in prevalenza da amministrazioni pubbliche e organismi internazionali. Il portafoglio è costituito per il 64 per cento da titoli denominati in dollari statunitensi; per il 20 per cento in yen; per il 16 per cento in sterline inglesi. Gli acquisti netti dell’anno hanno riguardato maggiormente titoli denominati in dollari (tav. 22.10).

Le rimanenti attività in valuta, denominate principalmente in dollari, sono composte da operazioni temporanee (6.180 milioni), da conti correnti (1.939 milioni), da depositi a termine (489 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, rispettivamente, 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 garantite da titoli verso controparti dell’Eurosistema (6.141 milioni) connessi al programma di rifinanziamento US dollar Term Auction Facility. Sulla base di tale programma, la Riserva federale fornisce dollari alla BCE nel quadro di un accordo per lo scambio di

liquidità nelle rispettive valute (swap line) finalizzato all'offerta di finanziamenti in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema. Contestualmente, la BCE attiva operazioni di back-to-back swap con le BCN che hanno adottato l'euro, le quali utilizzano i fondi in dollari per fornire, mediante operazioni temporanee o swap in valuta, liquidità alle controparti dell'area dell'euro. Le transazioni riguardanti le operazioni di back-to-back swap con la BCE sono regolate in conti intra Eurosistema (cfr. Rapporti intra Eurosistema).

Tavola 22.10

Titoli in valuta - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	emessi da		Totale
	non residenti nell'area euro	residenti nell'area euro	
Consistenze iniziali	14.661.777	425.940	15.087.717
Aumenti	48.983.060	1.629.119	50.612.179
Acquisti (1)	46.195.461	1.589.486	47.784.947
Utili netti	333.569	–	333.569
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	539.857	10.232	550.089
Rivalutazioni nette da cambio (2)	1.828.608	18.436	1.847.044
Premi e sconti	85.565	10.965	96.530
Diminuzioni	-40.768.928	-1.733.241	-42.502.169
Vendite e rimborsi	-39.720.217	-1.727.006	-41.447.223
Svalutazioni da prezzo (3)	-549	-29	-578
Svalutazioni da cambio (3)	-1.048.162	-6.206	-1.054.368
Consistenze finali	22.875.909	321.818	23.197.727

(1) Comprende gli adeguamenti al costo medio della valuta. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

Le rimanenti passività in valuta, denominate prevalentemente in dollari, sono composte principalmente da posizioni debitorie (411 milioni) verso pubbliche amministrazioni a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti all'estero.

Nella sottovoce 11.3 dell'attivo attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi sono presenti investimenti in valuta estera che costituiscono un'autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta qui illustrate (cfr. Portafoglio titoli).

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.

Dal lato dell'attivo, le *operazioni di rifinanziamento principali* presentano una diminuzione sia nel dato di fine esercizio sia nella consistenza media (da 17.466 a 11.879 milioni). Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* hanno mostrato invece una crescita sostenuta sia nel valore di fine esercizio sia in quello medio dell'anno (da 1.697 a 7.988 milioni). Le *operazioni temporanee di fine-tuning*, non presenti alla fine dell'esercizio, hanno evidenziato, nel dato medio dell'anno, una diminuzione (da 78 a 18 milioni). Le *operazioni di rifinanziamento marginale* sono aumentate nella consistenza media (da 2 a 76 milioni). Nel 2008, come nel 2007, non sono state attivate *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

L'Eurosistema, in relazione alla crisi finanziaria internazionale, ha modificato le modalità di rifinanziamento con riferimento alla durata e frequenza delle operazioni e alle condizioni di aggiudicazione degli importi in asta. In particolare, vi è stata una maggiore offerta di liquidità con operazioni a più lungo termine.

Tavola 22.11

Operazioni di politica monetaria (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007	Variazioni	
Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)				
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	12.979.778	22.222.182	-9.242.404
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	36.975.612	5.848.202	31.127.410
5.3	operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	–	–	–
5.4	operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5	operazioni di rifinanziamento marginale	382.610	–	382.610
5.6	crediti connessi a richieste di margini	6.218	–	6.218
Totale		50.344.218	28.070.384	22.273.834
Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)				
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	28.434.547	35.071.182	-6.636.635
2.2	depositi <i>overnight</i>	6.966.292	1.624	6.964.668
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	40.524	–	40.524
Totale		35.441.363	42.622.806	-7.181.443

Dal lato del passivo, i depositi detenuti dagli istituti di credito per assolvere agli obblighi di riserva, in diminuzione nel dato di fine anno, hanno presentato un lieve aumento della consistenza media (da 21.185 a 22.882 milioni). I *depositi overnight* hanno mostrato una crescita sostenuta sia nel dato di fine anno sia nella consistenza media (da 51 a 1.731 milioni); in diminuzione la consistenza media dei *depositi a tempo determinato* (da 865 a 277 milioni). Non sono state attivate, come nel 2007, *operazioni temporanee di fine-tuning*.

Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro (voce 6 dell'attivo)

La voce include principalmente disponibilità (109 milioni) connesse con la gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro all'estero per conto delle pubbliche amministrazioni.

Portafoglio titoli (voci 7 e 8, sottovoce 11.3 dell'attivo)

Il portafoglio titoli della Banca comprende soprattutto titoli obbligazionari in euro, nonché azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR, in euro e in valuta. I titoli facenti parte delle riserve valutarie sono commentati nell'aggregato *Oro, attività e passività in valuta*.

Con il provvedimento 11 dicembre 2008, n. 21 la BCE ha modificato le regole di rappresentazione nello schema di stato patrimoniale della categoria dei titoli immobilizzati. L'applicazione delle nuove norme ha comportato il trasferimento alla voce 7 *titoli emessi da residenti nell'area euro* dei titoli obbligazionari in euro non investiti a

fronte di riserve, accantonamenti e fondi, prima esposti nella sottovoce 11.4 *altre attività finanziarie*. Inoltre è stata modificata la denominazione dei titoli immobilizzati in *titoli detenuti sino alla scadenza*.

Tavola 22.12

Portafoglio titoli - consistenze (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni
A. TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI (sottovoce 11.3)			
1. Titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti	23.393.824	25.269.061	-1.875.237
a) di Stato	23.052.211	24.772.916	-1.720.705
b) altre obbligazioni	176.920	327.338	-150.418
c) azioni e partecipazioni	164.693	168.807	-4.114
– di società ed enti controllati	107.949	107.949	–
– di altre società ed enti	2.196	6.310	-4.114
– di altre società ed enti in valuta	54.548	54.548	–
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e da altri investimenti permanenti	5.419.769	8.229.484	-2.809.715
a) di Stato	138.120	24.572	113.548
b) altre obbligazioni	28.393	44.881	-16.488
c) azioni e partecipazioni	4.408.437	7.557.101	-3.148.664
– di società ed enti controllati	19.650	24.385	-4.735
– di altre società ed enti	4.388.787	7.532.716	-3.143.929
d) EFT e quote di OICR	844.819	602.930	241.889
di cui: in valuta	149.258	222.457	-73.199
Totale A	28.813.593	33.498.545	-4.684.952
B. ALTRI TITOLI IN EURO (voci 7 e 8)			
1. Titoli detenuti sino alla scadenza	54.785.528	56.932.887	-2.147.359
a) di Stato (voce 7)	36.824.502	38.819.289	-1.994.787
b) altre obbligazioni (voce 7)	49.086	48.886	200
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	17.911.940	18.064.712	-152.772
2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	4.354.036	1.276.398	3.077.638
a) di Stato (voce 7)	4.354.036	1.276.398	3.077.638
Totale B	59.139.564	58.209.285	930.279
Totale A+B	87.953.157	91.707.830	-3.754.673

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.7). Il portafoglio riveniente dall'UIC, pari a 2.440.796 mila, era costituito da titoli detenuti sino alla scadenza (di Stato per 1.153.000 mila e altre obbligazioni per 11.390 mila), investimenti azionari permanenti (un migliaio) e investimenti azionari non permanenti (7 mila), allocati nella sottovoce 11.3, e titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza (di Stato per 1.276.398 mila) allocati nella voce 7.

Nel dettaglio:

- A) i titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3 *attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*), sono denominati in euro e, in minima parte, in valuta. L'aggregato è costituito per l'81 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.

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 22.13

Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi - movimenti (sottovoce 11.3) (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari		Azioni e partecipazioni		ETF e quote di OICR (1)	Totale
	detenuti sino alla scadenza	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	investimenti permanenti	investimenti non permanenti		
Consistenze iniziali (2)	25.100.254	69.453	168.807	7.557.101	602.930	33.498.545
Aumenti	2.045.476	118.876	42.198	546.491	646.880	3.399.921
Acquisti	2.045.476	117.950	–	321.945	646.880	3.132.251
Utili netti	–	–	42.198	224.546	–	266.744
Rivalutazioni nette da prezzo (3)	–	926	–	–	–	926
Diminuzioni	-3.916.599	-21.816	-46.312	-3.695.155	-404.991	-8.084.873
Vendite e rimborsi	-3.861.527	-21.000	-46.312	-452.813	–	-4.381.652
Rivalutazioni nette da prezzo (3)	–	–	–	-2.927.186	-11.249	-2.938.435
Rivalutazioni nette da cambio (3)	–	–	–	–	-324	-324
Premi e sconti netti	-55.072	-74	–	–	–	-55.146
Svalutazioni da prezzo (4)	–	-742	–	-315.156	-384.286	-700.184
Svalutazioni da cambio (5)	–	–	–	–	-9.132	-9.132
Consistenze finali	23.229.131	166.513	164.693	4.408.437	844.819	28.813.593

(1) Gli acquisti comprendono gli adeguamenti al costo medio della valuta. – (2) Le consistenze iniziali includono i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.12). – (3) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (4) A carico del conto economico. – (5) A carico del conto economico per la parte eventualmente eccedente le plusvalenze sugli strumenti finanziari di copertura del rischio di cambio.

Le partecipazioni di controllo si riferiscono alla Società italiana di iniziative edilizie e fondiarie spa (SIDIEF) e alla Bonifiche Ferraresi spa (tavola 22.14). Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto degli investimenti permanenti, le azioni della BRI, denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca in tale organismo è pari al 9,61 per cento.

Tavola 22.14

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)							
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2008				Dati della partecipata relativi all'esercizio 2008		
	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	134.218	2.596	2.247
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	21.999	115.417	4.516	1.013

(1) La colonna *Azioni possedute* comprende tutte le categorie di azioni. La colonna *Partecipazione al capitale* è data dal totale delle azioni possedute diviso il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2008. Il *Patrimonio netto* alla data di riferimento non comprende l'utile dell'esercizio da distribuire agli azionisti.

B) gli altri titoli in euro sono costituiti esclusivamente da obbligazioni. In particolare, sono esposti:

- nella voce 7 (*titoli emessi da residenti nell'area euro*). L'aggregato è costituito per il 56 per cento da titoli obbligazionari emessi 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*). 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 103 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 22.15

Altri titoli in euro - movimenti (migliaia di euro)				
VOCI	Titoli obbligazionari			Totale
	detenuti sino alla scadenza (voce 7)	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza (voce 7)	detenuti sino alla scadenza (voce 8)	
Consistenze iniziali (1)	38.868.175	1.276.398	18.064.712	58.209.285
Aumenti	106.897	3.175.513	–	3.282.410
Acquisti	106.897	3.100.735	–	3.207.632
Utili netti	–	420	–	420
Rivalutazioni nette (2)	–	74.358	–	74.358
Diminuzioni	-2.101.484	-97.875	-152.772	-2.352.131
Vendite e rimborsi	-1.889.500	-68.287	-49.878	-2.007.665
Premi e sconti netti	-211.984	-7.153	-102.894	-322.031
Svalutazioni (3)	–	-22.435	–	-22.435
Consistenze finali	36.873.588	4.354.036	17.911.940	59.139.564

(1) Le consistenze iniziali includono, oltre alla riclassificazione del portafoglio titoli, anche i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.12). – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

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. È rilevato anche il credito (6 milioni) vantato dall'UIC

nei confronti del Tesoro per rapporti intercorsi in sede di esecuzione dell'Accordo italo argentino del 13 ottobre 1947; a fronte di tale credito l'UIC ha iscritto per pari importo uno specifico fondo di svalutazione. Nel bilancio della Banca, dopo la confluenza dell'Ufficio, tale partita continua ad essere esposta così come ereditata.

Tra i titoli detenuti sino alla scadenza sono presenti titoli il cui valore di libro (19.725 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (19.515 milioni). I titoli in questione – emessi dallo Stato italiano e da altri Stati dell'area dell'euro – sono mantenuti al costo, conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema.

Rapporti intra Eurosistema (voce 9 dell'attivo e voce 9 del passivo)

Dal lato dell'attivo:

- al 31 dicembre 2008 restano immutati gli importi della *partecipazione al capitale della BCE* e dei *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*;

Tavola 22.16

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
Attivo				
9.1 partecipazione al capitale della BCE	721.792	721.792	–	
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.217.925	7.217.925	–	
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	23.452.284	35.804.637	-12.352.353	
Totale	31.392.001	43.744.354	-12.352.353	
Passivo				
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	13.313.089	16.244.517	-2.931.428	
Totale	13.313.089	16.244.517	-2.931.428	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

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, adeguato con cadenza quinquennale o ogniqualevolta un nuovo paese aderisce all'UE. Gli adeguamenti quinquennali hanno avuto luogo il 1° gennaio 2004 e il 1° gennaio 2009. Gli adeguamenti derivanti dall'ingresso di nuove banche centrali nel SEBC per effetto dell'adesione dei relativi paesi all'UE, sono avvenuti a partire dal 1° maggio 2004 e, da ultimo, il 1° gennaio 2007 per la Romania e la Bulgaria. La quota di partecipazione della Banca d'Italia alla fine del 2008 era pari al 12,5297 per cento del capitale sottoscritto; con l'adeguamento quinquennale al 1° gennaio 2009 diviene pari al 12,4966 per cento.

La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE considerando le sole BCN aderenti all'Eurosistema, modificata da ultimo il 1° gennaio 2008 per effetto dell'ingresso di Malta e Cipro nell'area dell'euro, si attesta alla fine del 2008 al 17,9776 per cento; tale percentuale è stata ulteriormente modificata in 17,9056 il 1° gennaio 2009 in seguito all'adeguamento quinquennale e all'ingresso della Slovacchia nell'area dell'Euro.

L'effetto congiunto dei menzionati adeguamenti ha determinato un aumento, nel 2009, della partecipazione al capitale della BCE per 15 milioni.

I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE rappresentano il credito fruttifero, denominato in euro e iscritto all'avvio della terza fase della UEM a fronte del conferimento alla stessa di oro, titoli esteri e valute, effettuato dalla Banca in proporzione alla propria quota di sottoscrizione al capitale della BCE, al pari delle altre BCN dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Interessi attivi netti*). L'adeguamento quinquennale al 1° gennaio 2009 della quota di partecipazione al capitale sottoscritto della BCE ha determinato una corrispondente variazione nei crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE che passano da 7.218 a 7.199 milioni.

- sono diminuiti gli *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)* che riguardano essenzialmente l'operatività del sistema TARGET/TARGET2. Quest'ultima ha determinato una posizione complessiva creditoria in diminuzione di 12.837 milioni (da 35.756 a 22.919); in aumento invece la consistenza media (passata da 23.800 a 40.629). Alla fine del 2008 la sottovoce comprendeva inoltre: a) il credito di 217 milioni verso la BCE relativo alla parziale restituzione del reddito da signoraggio del 2008 (nel 2007 l'intero ammontare del signoraggio è stato trattenuto dalla BCE, cfr. il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Rendite da partecipazioni*); b) il credito di 316 milioni relativo al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2008 (48 milioni nel 2007, cfr. il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Le passività sono interamente riferibili, come nel 2007, all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Altre attività (voce 11 dell'attivo)

La voce è composta per il 66 per cento da titoli (cfr. *Portafoglio titoli*) iscritti nella sottovoce 11.3; per l'8 per cento da *immobilizzazioni materiali e immobilizzazioni immateriali*; per il 15 per cento da *imposte differite attive* connesse prevalentemente a perdite fiscali pregresse.

Tavola 22.17

Altre attività (voce 11) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro e lire)	35.622	28.162	7.460
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	–	–	–
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	28.813.593	33.498.545	-4.684.952
11.4 altre attività finanziarie	–	–	–
11.5 immobilizzazioni immateriali	36.034	28.247	7.787
11.6 immobilizzazioni materiali	3.570.054	3.725.883	-155.829
11.7 ratei e risconti	1.484.285	1.410.555	73.730
11.8 imposte differite attive	6.412.807	6.312.477	100.330
11.9 diverse	3.409.564	3.098.243	311.321
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	95.697	91.430	4.267
<i>attività del Fondo pensione complementare</i>	106.273	104.299	1.974
<i>altre partite</i>	3.207.594	2.902.514	305.080
Totale	43.761.959	48.102.112	-4.340.153

(1) I dati relativi al 2007 tengono conto, per finalità comparative, oltre che della riclassificazione del portafoglio titoli anche dei corrispondenti saldi dell'UIC, nonché dell'annullamento del relativo fondo di dotazione (tav. 22.7). Le attività del Fondo pensione complementare riveniente dall'UIC ammontavano a 5.606 mila; gli altri investimenti a garanzia del TQP a 10.239 mila.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.5) sono illustrati nella tavola 22.18.

Tavola 22.18

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.5) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali (1)	15.417	6.760	898	5.172	28.247
Aumenti	21.859	7.051	795	25.321	55.026
Acquisti e spese incrementative (2)	–	7.051	499	25.321	32.871
Trasferimenti	21.859	–	–	–	21.859
Altre variazioni	–	–	296	–	296
Diminuzioni	-17.196	-7.417	-767	-21.859	-47.239
Ammortamenti	-17.196	-7.417	-767	–	-25.380
Trasferimenti	–	–	–	-21.859	-21.859
Consistenze finali	20.080	6.394	926	8.634	36.034

(1) Le consistenze iniziali includono i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.7). Le immobilizzazioni immateriali rivenienti dall'UIC, pari a 633 mila, si riferivano per 168 mila a procedure e per 465 mila a software. – (2) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* (sottovoce 11.6) sono illustrati nelle tavole 22.19 e 22.21.

Tavola 22.19

Immobilizzazioni materiali (immobili) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	
Consistenze iniziali lorde (2)	3.344.264	1.494.978	382.057	177.088	5.398.387
Fondi di ammortamento (2)	1.284.859	474.476	55.103	21.188	1.835.626
Consistenze iniziali nette (2)	2.059.405	1.020.502	326.954	155.900	3.562.761
Aumenti	4.919	–	–	–	4.919
Acquisti e spese incrementative	758	–	–	–	758
Trasferimenti	4.161	–	–	–	4.161
Diminuzioni	-127.299	-71	-7.206	–	-134.576
Vendite e/o dismissioni (costo)	-327	-89	–	–	-416
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	68	18	–	–	86
Ammortamenti	-127.040	–	-7.206	–	-134.246
Consistenze finali nette	1.937.025	1.020.431	319.748	155.900	3.433.104
Fondi di ammortamento	1.411.831	474.458	62.309	21.188	1.969.786
Consistenze finali lorde	3.348.856	1.494.889	382.057	177.088	5.402.890

(1) A partire dall'esercizio 2006 i terreni, compresi quelli su cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento. – (2) Le consistenze iniziali includono i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.7). Il valore netto contabile dei fabbricati rivenienti dall'UIC era pari a 25.127 mila; quello dei terreni era pari a 22.030 mila.

Tavola 22.20

Rivalutazioni degli immobili				
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP	
	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)
Rivalutazione <i>ex lege</i> 19 marzo 1983, n. 72	114	623	15	51
Rivalutazione <i>ex lege</i> 29 dicembre 1990, n. 408	147	655	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	152	915	64	91
Rivalutazione <i>ex lege</i> 23 dicembre 2005, n. 266	159	1.581	69	126

Tavola 22.21

Immobilizzazioni materiali (altre) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immobi.ni in corso e acconti	Totale
Consistenze iniziali lorde (1)	157.255	499.477	1.830	499	659.061
Fondi di ammortamento (1)	125.453	370.486	–	–	495.939
Consistenze iniziali nette (1)	31.802	128.991	1.830	499	163.122
Aumenti	4.904	10.193	225	8.923	24.245
Acquisti e spese incrementative	4.904	8.229	225	8.923	22.281
Trasferimenti	–	1.964	–	–	1.964
Diminuzioni	-7.302	-36.990	–	-6.125	-50.417
Vendite e/o dismissioni (costo)	-5.092	-17.598	–	–	-22.690
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	5.033	17.515	–	–	22.548
Ammortamenti	-7.243	-36.584	–	–	-43.827
Trasferimenti	–	–	–	-6.125	-6.125
Altre variazioni	–	-323	–	–	-323
Consistenze finali nette	29.404	102.194	2.055	3.297	136.950
Fondi di ammortamento	127.663	389.555	–	–	517.218
Consistenze finali lorde	157.067	491.749	2.055	3.297	654.168

(1) Le consistenze iniziali includono i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.7). Il valore netto contabile dei mobili rivenienti dall'UIC era pari a 353 mila; quello degli impianti era pari a 1.098 mila.

Il valore di mercato del patrimonio immobiliare della Banca alla fine dell'anno era di 4.066 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.274 milioni per quelli a garanzia del TQP.

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.7) includono:

Tavola 22.22

Ratei e risconti (sottovoce 11.7) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni
Ratei attivi	1.478.980	1.405.524	73.456
interessi da titoli in euro	1.278.399	1.231.445	46.954
interessi da operazioni di rifinanziamento	43.916	55.065	-11.149
interessi da titoli in divisa	134.540	84.409	50.131
interessi da attività diverse in divisa	22.037	34.542	-12.505
altri	88	63	25
Risconti attivi	5.305	5.031	274
su spese di amministrazione	5.305	5.031	274
Totale	1.484.285	1.410.555	73.730

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7). I ratei attivi rivenienti dall'UIC si riferivano alla componente interessi da titoli in euro per 36.038 mila e alla componente altri per 15 mila; i risconti attivi si riferivano alle spese di amministrazione per 114 mila.

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.8, che include con segno negativo le imposte differite passive ai fini Ires) sono aumentate di 100 milioni per l'effetto congiunto:

- dell'iscrizione, per 333 milioni, della fiscalità differita attiva sull'accantonamento effettuato nell'esercizio a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema (cfr. *Accantonamenti e Fondo rischi generali*);
- del recupero, per 270 milioni, delle imposte relative al riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04;
- dell'abbattimento, per 28 milioni, della fiscalità differita passiva ai fini Ires relativa ad ammortamenti anticipati a seguito del riallineamento dei valori civilistici e fiscali (cfr. il paragrafo *Commento alle voci del conto economico: Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive*);
- dell'aumento, per 9 milioni, delle imposte differite derivanti da altre componenti economiche.

L'ammontare delle imposte differite viene determinato sulla base delle aliquote fiscali che si ritiene saranno in vigore al momento in cui le differenze temporanee che le hanno generate si annulleranno. Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04. In particolare, la perdita del 2002 deriva dall'operazione di cambio 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).

Tavola 22.23

Imposte differite attive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2008				31.12.2007 (1)			
	Differenze temporanee	Ires (2)	IRAP (3)	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	5.932.625	–	5.932.625
Perdita fiscale esercizio 2003	–	–	–	–	456.497	125.537	–	125.537
Perdita fiscale esercizio 2004	230.703	63.443	–	63.443	753.003	207.076	–	207.076
Accantonamento al fondo per operazioni politica monetaria	1.031.193	283.578	49.081	332.659	–	–	–	–
Oneri maturati per il personale e non erogati	143.214	39.384	–	39.384	78.070	21.469	–	21.469
di cui: <i>misure di sostegno</i>	59.148	16.266	–	16.266	–	–	–	–
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	160.137	44.038	7.622	51.660	183.650	50.504	8.726	59.230
di cui: <i>rivalutazione ex lege n. 266/2005</i>	138.890	38.195	6.611	44.806	160.867	44.238	7.644	51.882
Altre (4)	2.916	802	23	825	4.044	1.111	43	1.154
Totale	23.141.345	6.363.870	56.726	6.420.596	23.048.446	6.338.322	8.769	6.347.091
Imposte differite passive (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2008				31.12.2007 (1)			
	Differenze temporanee	Ires (2)	IRAP (3)	Totale differite passive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite passive
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni (5)	16.073	4.420	758	5.178	21.775	5.988	1.035	7.023
Ammortamenti anticipati	–	–	–	–	100.742	27.704	4.788	32.492
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (6)	12.251	3.369	583	3.952	3.354	922	159	1.081
Totale	28.324	7.789 (7)	1.341	9.130	125.871	34.614 (7)	5.982	40.596
<small>(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7). Le imposte differite attive rivenienti dall'UIC erano pari a 1.620 mila (di cui 1.617 mila ai fini Ires e 3 mila ai fini IRAP). – (2) Calcolata con aliquota del 27,5 per cento. – (3) Calcolata con le aliquote in vigore. – (4) Relativamente alla voce <i>Altre</i> le differenze temporanee IRAP sono pari a 493 mila (883 mila per il 2007, di cui 53 relative all'UIC). – (5) Le differenze temporanee IRAP sono pari a 15.913 mila. – (6) Ammortamenti sui maggiori valori fiscali derivanti dallo scorporo delle aree dai fabbricati istituzionali suscettibili di cambio di destinazione. – (7) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.8 <i>imposte differite attive</i> (quelle ai fini IRAP vengono incluse nel fondo imposte). Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 6.413 milioni (6.313 nel 2007 includendo i corrispondenti saldi dell'UIC).</small>								

I movimenti dell'anno delle imposte differite attive e passive sono illustrati nelle tavole 22.41 e 22.42 del paragrafo *Commento alle voci del conto economico*.

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 2008.

Banconote in circolazione (voce 1 del passivo)

La circolazione, che rappresenta la quota (16,5 per cento) di circolazione dell'Eurosistema di pertinenza della Banca d'Italia (cfr. il paragrafo *Principi, criteri e schemi di bilancio*), è aumentata di 13.946 milioni (da 112.213 a 126.159). La circolazione effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, è aumentata di 11.014 milioni (da 128.458 a 139.472); la consistenza media, passata da 118.530 a 126.816 milioni, è cresciuta del 7 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. Le altre passività includono inoltre posizioni debitorie verso pubbliche amministrazioni a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro verso l'estero.

Tavola 22.24

Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
4.1 Pubblica amministrazione	19.412.943	9.783.300	9.629.643	
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	19.095.319	9.672.253	9.423.066	
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	19.793	19.043	750	
4.1.3 altre passività	297.831	92.004	205.827	
4.2 altre controparti	283	598	-315	
Totale	19.413.226	9.783.898	9.629.328	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

Rispetto al 2007, le disponibilità del Tesoro sono risultate in sensibile aumento nel saldo di fine esercizio; più contenuto l'aumento nella consistenza media annua, che è passata da 21.483 a 23.588 milioni. Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, rispetto a un lieve incremento del saldo di fine esercizio, ha presentato una marcata riduzione della consistenza media, passata da 326 a 20 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, presenti per importi non significativi a fine anno (64 milioni nell'esercizio 2007);
- altre passività per 201 milioni (25 nell'esercizio 2007) che riguardano principalmente debiti verso banche centrali non UE e 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 organismi internazionali.

Altre passività (voce 11 del passivo)

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 22.25

Altre passività (voce 11) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
11.1 vaglia cambiari	509.461	756.237	-246.776	
11.2 ratei e risconti	80.949	85.283	-4.334	
11.3 diverse	2.053.461	1.641.121	412.340	
<i>banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario</i>	709.209	753.426	-44.217	
<i>passività del Fondo pensione complementare</i>	106.273	104.299	1.974	
<i>altre partite</i>	1.237.979	783.396	454.583	
Totale	2.643.871	2.482.641	161.230	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7). Le passività del Fondo pensione complementare rivenienti dall'UIC ammontavano a 5.606 mila.

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Tavola 22.26

Ratei e risconti (sottovoce 11.2) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
Ratei passivi	80.862	85.197	-4.335	
interessi su depositi di riserva	37.232	57.508	-20.276	
interessi su passività in valuta	12.960	4.973	7.987	
interessi su conto disponibilità del Tesoro	27.460	20.186	7.274	
spese di amministrazione	2.821	2.529	292	
altri	389	1	388	
Risconti passivi	87	86	1	
fitti attivi	87	84	3	
altri	-	2	-2	
Totale	80.949	85.283	-4.334	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

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'art. 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 art. 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 (voci 12 e 14 del passivo)

Le consistenze e i movimenti degli *accantonamenti* (voce 12) sono riportati nella tavola seguente:

Tavola 22.27

Accantonamenti (voce 12) - consistenze e movimenti (migliaia di euro)								
VOCI	Fondo assicurazione danni	Fondo imposte (1)	Fondo su operazioni di politica monetaria Eurosystema	Accantonamenti diversi per il personale				Totale
				a garanzia del TQP	fondo oneri per il personale	per TFR (2)	sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	
Esistenze iniziali (3)	309.874	256.283	–	6.032.996	104.783	1.827	2.046	6.707.809
Aumenti	–	433.277	1.031.193	257.607	148.332	852	83	1.871.344
Accantonamento dell'esercizio	–	432.699	1.031.193	257.607	148.332	265	83	1.870.179
Altre variazioni in aumento	–	578	–	–	–	587	–	1.165
Diminuzioni	–	-255.216	–	-543	-77.412	-23	-34	-333.228
Utilizzo nell'esercizio	–	-250.150	–	-543 (4)	-77.412	-23	-34	-328.162
Altre variazioni in diminuzione	–	-5.066	–	–	–	–	–	-5.066
Rimanenze finali	309.874	434.344	1.031.193	6.290.060	175.703	2.656	2.095	8.245.925

(1) Le *altre variazioni* relative al *Fondo imposte* includono la variazione della fiscalità differita passiva ai fini IRAP e l'accantonamento, per 153 mila, degli interessi maturati sulla rateizzazione dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 1, comma 48 della legge 244 del 2007. – (2) Include il TFR del personale a contratto e quello dei dipendenti maturato precedentemente all'adesione al Fondo pensione complementare. – (3) Le esistenze iniziali includono i saldi dell'UIC (tav. 22.7). Gli accantonamenti rivenienti dall'UIC ammontavano a 467.810 mila e si riferivano al fondo imposte per 22.902, agli accantonamenti a garanzia del TQP per 438.046 e agli altri oneri per il personale per 6.862. – (4) Comprende il trasferimento dell'indennità di fine rapporto degli aderenti al Fondo pensione complementare.

L'aumento dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) è da ascrivere principalmente all'accantonamento a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. In conformità al principio generale di prudenza, il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto appropriata l'istituzione di un fondo complessivamente pari a 5.736 milioni. In base a quanto disposto dall'art. 32.4 dello Statuto del SEBC, tale fondo è stato costituito da tutte le BCN degli Stati partecipanti all'area dell'euro in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE in essere nel 2008. L'ammontare di pertinenza della Banca d'Italia, corrispondente al 17,9776 per cento del totale, è pari a 1.031 milioni.

L'aumento degli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) è il risultato:

- dell'aumento, per 257 milioni, degli accantonamenti a garanzia del TQP, che alla fine dell'anno ammontavano a 6.290 milioni (6.033 nel 2007 includendo gli accantonamenti rivenienti dall'UIC). Di detto importo, la parte riferibile

alle pensioni integrative era pari a 5.135 milioni mentre quella riguardante le indennità di fine rapporto si ragguagliava a 1.155 milioni. Sull'accantonamento dell'anno hanno inciso in particolare l'aggiornamento delle tavole di mortalità utilizzate per il calcolo delle riserve matematiche e gli adeguamenti economici previsti negli accordi negoziali;

- b) dell'aumento, per 71 milioni, del fondo oneri per il personale. Di tale importo, 59 milioni sono riferibili alle misure di accompagnamento all'uscita connesse alla ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto.

Nel 2008 sono stati approvati gli accordi sindacali che hanno definito, tra l'altro, le misure eccezionali e temporanee a sostegno del riassetto della rete periferica, deliberato nella seconda parte del 2007. Tra gli strumenti individuati sono state previste misure di accompagnamento all'uscita per i dipendenti delle Filiali in chiusura che, in possesso di determinati requisiti di età e anzianità contributiva, hanno manifestato, nei termini previsti, la volontà di cessare dal servizio.

Il fondo rischi generali (voce 14) si è attestato a fine 2008 a 7.096 milioni (6.647 nel 2007) in seguito all'incremento di 273 milioni determinato dalla confluenza dell'UIC e all'attribuzione di 176 milioni deliberata dal Consiglio superiore. Con l'assegnazione del 2008 riprende il reintegro del fondo, dopo gli utilizzi resisi necessari nei passati esercizi.

Conti di rivalutazione (voce 13 del passivo)

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute, titoli e operazioni a termine (cfr. *Oro, attività e passività in valuta e Portafoglio titoli*).

Tavola 22.28

Conti di rivalutazione (voce 13) (migliaia di euro)				
VOCI	Consistenze iniziali (1)	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze finali
Rivalutazioni da cambio	25.372.518		6.215.324	31.587.842
di cui: oro	25.372.466		4.202.048	29.574.514
attività nette in valuta	37		2.013.122	2.013.159 (2)
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	15		154	169 (2)
Rivalutazioni da prezzo	4.604.801		-2.313.062	2.291.739
di cui: titoli in valuta	230.156		550.089	780.245
titoli in euro	1.481		74.358	75.839
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	4.373.164		-2.937.509	1.435.655
Rivalutazioni all'1.1.1999	20	-9	-	11
Totale	29.977.339	-9	3.902.262	33.879.592

(1) Le consistenze iniziali includono i saldi dell'UIC (tav. 22.7). I conti di rivalutazione rivenienti dall'UIC ammontavano a 1.504 mila e si riferivano per 23 mila alle rivalutazioni da cambio delle attività nette in valuta e per 1.481 mila alle rivalutazioni da prezzo dei titoli in euro. - (2) Tengono conto delle rivalutazioni nette relative alle operazioni a termine.

Capitale e riserve (voce 15 del passivo)

La voce si compone come segue:

Tavola 22.29

Capitale e riserve (voce 15) (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2008	31.12.2007 (1)	Variazioni	
15.1 Capitale sociale	156	156	-	
15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)	11.882.707	11.757.789	124.918	
ordinaria	5.859.575	5.827.829	31.746	
straordinaria	6.023.132	5.929.960	93.172	
15.3 Altre riserve	7.739.511	7.737.846	1.665	
per rivalutazione monetaria <i>ex lege</i> 19.3.1983, n. 72	694.502	694.502	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 29.12.1990, n. 408	683.274	683.274	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 30.12.1991, n. 413	16.943	16.943	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 21.11.2000, n. 342	896.577	896.577	-	
per rivalutazione <i>ex lege</i> 23.12.2005, n. 266	1.521.240	1.519.575	1.665	
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	-	
avanzo di confluenza UIC <i>ex lege</i> 21.11.2007, n. 231	2.121.931	2.121.931	-	
Totale	19.622.374	19.495.791	126.583	

(1) I dati relativi al 2007 includono, per finalità comparative, i saldi dell'UIC (tav. 22.7).

La confluenza dei saldi dell'UIC avvenuta il 1° gennaio 2008 in continuità di valori ha determinato un incremento della voce *altre riserve* di 2.196 milioni. Di detto importo, 74 milioni sono riferibili alle riserve in sospensione di imposta già presenti nel bilancio 2007 dell'UIC a titolo di rivalutazione monetaria e 2.122 milioni alla rilevazione dell'avanzo di confluenza.

I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Tavola 22.30

Movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) (migliaia di euro)					
VOCI	Consistenze al 31.12.2007	Attribuzione utile 2007 ex art. 39 Statuto	Distribuzione ai partecipanti ex art. 40 Statuto (1)	Fruttato 2008 ex art. 40 Statuto	Consistenze al 31.12.2008
Ordinaria	5.827.829	19.031	-27.870	40.585	5.859.575
Straordinaria	5.929.960	19.031	-28.277	102.418	6.023.132
Totale	11.757.789	38.062	-56.147	143.003	11.882.707

(1) A valere sul fruttato dell'esercizio 2007.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è riportata nella tavola 22.31.

Tavola 22.31

Quote di partecipazione al capitale								
DETTENTORI	A fine 2008				A fine 2007			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	58	299.934	100	539	60	299.934	100	582
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	51	253.434	84	418	53	253.434	84	461
<i>Istituti di previdenza</i>	1	15.000	5	34	1	15.000	5	34
<i>Istituti di assicurazione</i>	6	31.500	11	87	6	31.500	11	87
Senza diritto di voto	6	66	..	..	6	66	..	..
<i>S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	6	66	..	..	6	66	..	..
Totale	64	300.000	100	539	66	300.000	100	582

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

Conti d'ordine

Il totale dei conti d'ordine del 2008 è pari a 419.329 milioni.

Tavola 22.32

Conti d'ordine (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2008	31.12.2007	Variazioni
Ordini in corso	794.893	30.450	764.443
di acquisto	790.105	–	790.105
di vendita	4.788	30.450	-25.662
Operazioni a termine	66.615.773	28.718.758	37.897.015
vendite a termine di titoli	57.070.852	28.342.451	28.728.401
vendite a termine di valuta	8.494.108	314.083	8.180.025
acquisti a termine di valuta	882.834	–	882.834
futures in acquisto	167.979	62.224	105.755
Prestito titoli a sostegno della liquidità	3.053.300	–	3.053.300
titoli dati in prestito	1.439.751	–	1.439.751
titoli ricevuti in garanzia	1.613.549	–	1.613.549
Impegni	824.450	379.183	445.267
verso FMI per concessione prestiti	824.450	379.183	445.267
Garanzie ricevute	109.562.383	42.214.366	67.348.017
garanzia del rifinanziamento (1)	108.972.092	41.747.730	67.224.362
altre	590.291	466.636	123.655
Garanzie prestate	30.351	25.666	4.685
Titoli e valori di terzi in deposito presso l'Istituto	151.514.455	174.404.408	-22.889.953
Titoli e valori di proprietà presso l'Istituto e presso terzi	86.877.432	78.384.700	8.492.732
Conti d'ordine del Fondo pensione complementare	56.198	42.715	13.483
Totale	419.329.235	324.200.246	95.128.989

(1) Comprende le garanzie in titoli e quelle costituite da prestiti bancari.

In particolare, tra le vendite a termine di titoli sono inclusi gli impegni connessi alla restituzione dei titoli a garanzia delle operazioni temporanee.

Le vendite a termine di valuta includono l'impegno:

- verso la BCE connesso al programma di rifinanziamento a breve termine in dollari (US dollar Term Auction Facility) effettuato nei confronti di controparti dell'Eurosistema sia mediante operazioni temporanee (cfr. *Oro, attività e passività in valuta*) sia tramite swap dollari contro euro;
- verso la BCE connesso al programma di rifinanziamento in franchi svizzeri effettuato nei confronti di controparti dell'Eurosistema tramite operazioni di swap. Analogamente al programma Term Auction Facility per i dollari, la Banca nazionale svizzera fornisce franchi svizzeri alla BCE mediante swap; contestualmente la BCE attiva analoghe operazioni con le BCN dell'Eurosistema, le quali utilizzano i fondi in franchi per fornire liquidità alle controparti dell'area dell'euro;
- per le operazioni di copertura dal rischio di cambio degli investimenti in valuta estera detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Gli acquisti a termine di valuta si riferiscono all'impegno verso le controparti dell'Eurosistema per le operazioni di swap in dollari e franchi svizzeri poste in essere nell'ambito dei citati programmi di finanziamento in valuta.

Il prestito titoli si riferisce alle operazioni straordinarie a sostegno della liquidità, avviate alla fine del 2008. Sia i titoli dati a prestito dalla Banca sia quelli ricevuti in garanzia dalle controparti sono esposti al valore di mercato.

I futures sono indicati al valore nozionale dei contratti; tra le garanzie prestate sono incluse le relative garanzie costituite in titoli presso il *clearer*. Gli impegni verso l'FMI per la concessione di prestiti riguardano le iniziative già previste dall'FMI in capo all'Italia per finanziamenti da erogare.

Commento alle voci del conto economico

L'utile netto è stato pari a 175 milioni (95 nel precedente esercizio). I dati comparativi relativi alle tavole di commento delle voci di conto economico non includono i proventi e gli oneri dell'UIC.

Interessi attivi netti (voce 1)

Gli *interessi attivi netti* sono aumentati di 312 milioni (da 3.072 a 3.384 milioni).

Gli *interessi attivi* sono cresciuti per l'aumento di quelli sulle attività in euro, dovuto in prevalenza alla maggiore consistenza media delle attività fruttifere; quelli sulle attività in valuta estera sono diminuiti per effetto del minor livello medio dei tassi di rendimento. Gli *interessi passivi* sono risultati in aumento, ma in misura più contenuta, essenzialmente in seguito alla maggiore consistenza media delle passività.

Gli interessi sulle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi sono evidenziati in uno specifico e distinto margine reddituale (cfr. Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi).

Tavola 22.33

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
su attività in euro	5.268.001	4.372.940	895.061
titoli	2.373.514	2.363.880	9.634
operazioni di rifinanziamento	802.635	771.526	31.109
saldi intra SEBC	2.040.163	1.206.070	834.093
diversi	51.689	31.464	20.225
su attività in valuta estera	814.270	1.182.183	-367.913
titoli	550.535	770.196	-219.661
altre attività in valuta	233.900	369.519	-135.619
crediti verso l'FMI	29.835	42.468	-12.633
Totale	6.082.271	5.555.123	527.148

Tra gli interessi attivi sulle attività in euro, in particolare:

- sono aumentati gli interessi intra SEBC sui saldi TARGET/TARGET2 a credito della Banca (da 961 a 1.788 milioni) principalmente per effetto della crescita della consistenza media annua dell'aggregato di riferimento. Sono in aumento, ma in misura più contenuta, anche gli interessi sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE (da 245 a 252 milioni);

La posizione connessa con l'operatività del sistema TARGET/TARGET2, ad eccezione dei saldi non remunerati riferibili al regolamento delle operazioni di swap in valuta tra la BCE e la Banca d'Italia (cfr. il paragrafo Commento alle voci dello stato patrimoniale: Conti d'ordine), è remunerata al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali. I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati in base 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.

- sono cresciuti gli interessi su operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (da 74 a 330 milioni), per la maggiore consistenza media annua dell'aggregato di riferimento (da 1.697 a 7.988 milioni); sono invece diminuiti gli interessi su operazioni di rifinanziamento principali (da 694 a 468 milioni) soprattutto per la minore consistenza media delle rispettive attività (da 17.466 a 11.879 milioni);

Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto in diverse occasioni sui tassi di interesse dell'Eurosistema. A fine 2008 il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali era pari al 2,50 per cento (4,00 per cento a fine 2007); il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi overnight presso le banche centrali erano pari rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento (5,00 e 3,00 per cento a fine 2007). In relazione alla crisi finanziaria internazionale, a partire dal 15 ottobre 2008 e in via transitoria, le operazioni di rifinanziamento principali sono condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni. Nei primi mesi del 2009 il Consiglio direttivo ha ridotto per quattro volte il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali portandolo all'inizio di maggio all'1 per cento; i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight sono passati rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento.

- sono aumentati, in misura più contenuta, gli interessi su titoli, che si riferiscono:
 - a) per 827 milioni (825 nel 2007), ai titoli di Stato ricevuti dal concambio *ex lege* 289 del 2002;
 - b) per 1.547 milioni (1.539 nel 2007), ad altri titoli obbligazionari;

- sono aumentati gli interessi maturati sui crediti di imposta (da 29 a 45 milioni), inclusi tra gli interessi diversi, per l'incremento del tasso di remunerazione dei crediti anteriori al 1998.

Tra gli interessi su attività in valuta estera figuravano a fine 2008, per 58 milioni, quelli relativi alle operazioni di finanziamento in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema, effettuate nell'ambito del programma US dollar Term Auction Facility (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Oro, attività e passività in valuta*). Un corrispondente ammontare di interessi viene riconosciuto alla BCE a fronte della provvista dei fondi in valuta (tavola 22.34: interessi *diversi* su passività in valuta estera).

Tavola 22.34

Interessi passivi (sottovoce 1.2) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
su passività in euro	2.613.003	2.423.089	189.914
<i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	1.043.942	1.015.107	28.835
<i>fondo per l'ammortamento titoli di Stato</i>	791	11.423	-10.632
<i>depositi di riserva in conto corrente</i>	934.903	844.036	90.867
<i>saldi intra SEBC</i>	545.830	512.573	33.257
<i>diversi</i>	87.537	39.950	47.587
su passività in valuta estera	84.868	59.564	25.304
<i>assegnazioni di DSP da parte dell'FMI</i>	19.374	31.855	-12.481
<i>diversi</i>	65.494	27.709	37.785
Totale	2.697.871	2.482.653	215.218

Tra gli interessi su passività in euro sono aumentati, in particolare:

- gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, per la crescita della consistenza media annua del conto (da 21.483 a 23.588 milioni), il cui effetto è stato solo in parte compensato dalla riduzione del tasso medio di remunerazione;
- 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 21.185 a 22.882 milioni);
- gli interessi sui saldi intra SEBC, che si riferiscono per intero alla remunerazione dei saldi derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, per effetto sia dell'aumento dei tassi medi di remunerazione sia della maggiore consistenza media annua dell'aggregato di riferimento (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*);
- gli interessi diversi, in relazione soprattutto all'incremento di quelli relativi ai depositi overnight (da 1,5 a 52 milioni) e di quelli relativi ad altre disponibilità del Tesoro depositate presso l'Istituto (da 0,2 a 17 milioni) che hanno più che compensato la riduzione degli interessi passivi relativi ai depositi a tempo determinato (da 34 a 12 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 2008 comprendono quelli integrativi, pari a 163 milioni (157 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.

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)

Il risultato del 2008 comprende in particolare:

- utili netti da negoziazione su titoli in valuta (334 milioni) originati principalmente da vendite di titoli denominati in dollari;
- utili netti da negoziazione in cambi (18 milioni) derivanti da vendite di attività in dollari e franchi svizzeri;
- utili netti (3 milioni) su contratti derivati in valuta estera nel cui ambito è compreso anche l'oro;
- utili netti su altre operazioni finanziarie che includono il compenso liquidato periodicamente alla Banca sulle operazioni di prestito titoli in valuta estera, effettuate nell'ambito della procedura automatica Automated securities lending program (5,3 milioni), e i proventi delle operazioni di prestito titoli a sostegno della liquidità del mercato (2,3 milioni);
- svalutazioni di attività e posizioni finanziarie in valuta derivanti dal deprezzamento della sterlina inglese (1.222 milioni) e svalutazioni da prezzo su titoli (23 milioni);
- l'attribuzione al fondo rischi generali per 176 milioni.

Tavola 22.35

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	2008	2007	Variazioni (1)	
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	362.029	-33.770	395.799	
<i>da negoziazione in titoli in euro</i>	420	797	-377	
<i>da negoziazione in titoli in valuta</i>	333.569	21.463	312.106	
<i>da negoziazione in cambi</i>	17.851	-57.716	75.567	
<i>su contratti derivati in valuta estera</i>	2.554	-1.347	3.901	
<i>su altre operazioni</i>	7.635	3.033	4.602	
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-1.245.176	-1.910.094	664.918	
<i>da cambio</i>	-1.222.163	-1.909.579	687.416	
<i>da prezzo</i>				
<i>- titoli in valuta</i>	-578	-515	-63	
<i>- titoli in euro</i>	-22.435	-	-22.435	
Accantonamenti (-) e utilizzi (+) del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-176.000	1.284.000	-1.460.000	
Totale	-1.059.147	-659.864	-399.283	

(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 aumenta di 17 milioni (da 4 a 21), principalmente per il venir meno, a seguito della confluenza dell'UIC, delle commissioni che allo stesso venivano riconosciute per la gestione di una parte delle riserve valutarie dell'Istituto. Le *tariffe e commissioni attive* (da 24 a 27 milioni) comprendono, in particolare: le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di enti del settore pubblico (3 milioni), le tariffe dovute dai partecipanti ai sistemi BI-Rel e TARGET2 (7 milioni), le tariffe per i servizi di Correspondent Central Banking Model (4 milioni), nonché quelle per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (4 milioni) e per le dichiarazioni sostitutive di protesto (4 milioni). Le *tariffe e commissioni passive* (da 20 a 6 milioni) si riferiscono prevalentemente al servizio di gestione accentrata dei titoli (4 milioni).

Rendite da partecipazioni (voce 4)

La voce *rendite da partecipazioni* aumenta di 204 milioni (da 13 a 217) e comprende esclusivamente la quota spettante alla Banca d'Italia del reddito da signoraggio della BCE sulle banconote (cfr. il paragrafo *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Nel 2008, il reddito da signoraggio della BCE (pari a 2.230 milioni) è stato in parte trattenuto dalla BCE stessa per l'alimentazione di un fondo diretto a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro; la restante parte (1.206 milioni di cui 217 riferibili all'Istituto) è stata distribuita alle BCN dell'Eurosistema sotto forma di acconto sul dividendo.

Considerando l'acconto già corrisposto, alla Banca d'Italia è stato versato nel mese di marzo 2009 un ulteriore importo di 21 milioni.

Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario (voce 5)

Il risultato del 2008, negativo per 715 milioni, comprende:

- il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per l'Istituto, pari a 316 milioni (48 milioni nel 2007);
- l'accantonamento per 1.031 milioni della quota di pertinenza della Banca d'Italia, a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

Il risultato della redistribuzione del reddito monetario del 2008 rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato, 4.632 milioni, e quello redistribuito, 4.948 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) risultanti dalle transazioni 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 l'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)

La riduzione è dovuta alle svalutazioni derivanti dall'adeguamento al prezzo di fine esercizio dei titoli del comparto azionario e degli investimenti in ETF e quote di OICR, solo in parte compensata dai maggiori utili sulle cessioni di titoli azionari realizzati in prevalenza nell'ambito del processo di graduale ricomposizione geografica e settoriale del portafoglio azionario quotato.

Tavola 22.36

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
Interessi (1)	956.886	991.121	-34.235
riserve statutarie	311.224	320.385	-9.161
altre riserve, accantonamenti e fondi	645.662	670.736	-25.074
Dividendi da azioni e partecipazioni	302.115	305.436	-3.321
riserve statutarie	162.583	169.032	-6.449
altre riserve, accantonamenti e fondi	139.532	136.404	3.128
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	266.242	85.709	180.533
riserve statutarie	151.429	63.069	88.360
altre riserve, accantonamenti e fondi	114.813	22.640	92.173
Svalutazioni	-700.248	-43.315	-656.933
riserve statutarie	-486.837	-26.495	-460.342
altre riserve, accantonamenti e fondi	-213.411	-16.820	-196.591
Altre componenti	4.625	2.271	2.354
riserve statutarie	4.604	2.271	2.333
altre riserve, accantonamenti e fondi	21	-	21
Totale	829.620	1.341.222	-511.602

(1) La voce *Interessi attivi* è stata ridenominata in *Interessi* per la presenza di componenti di reddito negativi attribuibili alle operazioni di copertura degli investimenti in valuta.

Altre rendite (voce 8)

Il dettaglio delle *altre rendite* è riportato di seguito:

Tavola 22.37

Altre rendite (voce 8) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	22.951	22.149	802
Procedure, studi e progettazioni completate	20.515	10.434	10.081
Diverse	33.425	29.161	4.264
Totale	76.891	61.744	15.147

Le rendite diverse includono il rimborso da parte di altre banche centrali (21 milioni) delle spese sostenute per lo sviluppo, in collaborazione con la Banca centrale tedesca e la Banca centrale francese, della nuova piattaforma TARGET2.

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 2008 è diminuita rispetto al 2007 da 528 a 143 milioni per effetto delle svalutazioni da prezzo che hanno interessato principalmente il comparto azionario, solo in parte compensate dai maggiori utili da negoziazione (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 22.38

Spese e oneri diversi (voce 10) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	Variazioni
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio	697.282	629.873	67.409
Altre spese relative al personale	54.351	40.496	13.855
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	347.139	97.496	249.643
TQP	257.607	23.636	233.971
oneri maturati e non ancora erogati	89.184	73.704	15.480
altri	348	156	192
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	281.072	292.441	-11.369
Compensi per organi collegiali centrali e periferici (1)	3.861	2.889	972
Spese di amministrazione	431.739	400.569	31.170
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	203.453	195.756	7.697
Costi per servizi di produzione di banconote	7.075	-	7.075
Altre spese	22.633	27.424	-4.791
Totale	2.048.605	1.686.944	361.661

(1) Comprende i compensi cumulativamente spettanti al Consiglio superiore e al Collegio sindacale, pari rispettivamente a 1.109.014 euro (898.694 nel 2007) e 130.000 euro (90.656 nel 2007), al netto dell'imposta sul valore aggiunto e dei contributi.

Il maggior livello della voce *stipendi e oneri accessori per il personale in servizio* è connesso principalmente all'aumento della compagine del personale per effetto della confluenza dell'UIC.

Tavola 22.39

Compagine del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2008	2007	2008	2007
Direttiva	2.093	1.902	26,9	25,5
Operativa	4.599	4.465	59,1	59,9
Servizi generali e di sicurezza	604	603	7,8	8,1
Operaia	482	486	6,2	6,5
Totale	7.778	7.456	100,0	100,0
Personale a contratto	31	32		

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 826 milioni, in aumento rispetto all'anno precedente (736 milioni) principalmente per effetto della confluenza in Banca d'Italia degli addetti dell'ex UIC. Il numero medio dei dipendenti è parimenti aumentato, passando da 7.488 a 7.809 unità. La spesa media pro capite per stipendi e oneri accessori per il personale in servizio è pari a 89,3 mila euro, che si eleva a 105,8 mila considerando tutte le altre componenti di costo sopra indicate. Il dato medio del 2007 era pari rispettivamente a 84,1 e a 98,3 mila euro.

Le spese di amministrazione hanno registrato un aumento di 31 milioni; al loro interno si incrementano principalmente: di 5 milioni (da 24 a 29) i costi per l'assistenza sistemistica; di 6 milioni (da 1 a 7) le spese di partecipazione al sistema TARGET2; di 5 milioni (da 24 a 29) i costi delle utenze e di 2 milioni (da 15 a 17) gli oneri per teletrasmissioni. Sono diminuiti di 2 milioni (da 91 a 89) gli oneri per i servizi di sicurezza e scorta valori. Sono rimasti sostanzialmente stabili le spese per il noleggio di macchinari (25 milioni), le spese di manutenzione degli immobili (55 milioni), i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno (31 milioni) e gli oneri per le materie prime e materiali per la produzione delle banconote (28 milioni).

I costi per servizi di produzione di banconote, che accolgono gli oneri sostenuti per la produzione di banconote all'esterno dell'Istituto, nel 2008 ammontano a 7 milioni.

Proventi e oneri straordinari (voce 12)

I proventi e oneri straordinari presentano un ammontare negativo per 61 milioni. Il risultato è ascrivibile, in particolare, all'accantonamento per 59 milioni degli oneri riconducibili alle misure di accompagnamento all'uscita per il personale addetto alle Filiali in chiusura, nell'ambito del riassetto organizzativo della rete periferica dell'Istituto (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (voce 13)

Le imposte di competenza dell'esercizio, pari a 328 milioni, comprendono sia le imposte correnti dovute all'Erario, sia la variazione delle attività e passività per imposte differite (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*) nonché l'onere (16 milioni) per l'imposta sostitutiva per il riallineamento tra i valori civilistici e fiscali dei beni.

La Banca si è avvalsa nel 2008 del regime opzionale introdotto dall'art. 1, comma 48, della legge 24 dicembre 2007, n. 244. In applicazione di tale regime opzionale sono stati recuperati a tassazione, con assoggettamento a imposta sostitutiva dell'Ires e dell'IRAP, gli ammortamenti anticipati effettuati extracontabilmente fino al 31 dicembre 2007.

In particolare, l'Ires dell'esercizio è riferibile per 270,5 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte, per 270,5 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile dell'anno; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita ha determinato un minor onere per complessivi 323 milioni, di cui 284 milioni riferibili all'accantonamento, effettuato nell'esercizio, a fronte dei rischi di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantona-*

menti e Fondo rischi generali). Nel complesso, l'Ires dell'anno, comprensiva della fiscalità differita, ammonta a 218 milioni (1.530 nel 2007, di cui 1.255 per la flessione delle attività per imposte differite a seguito della riduzione dell'aliquota Ires, dal 33 al 27,5 per cento).

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 94 milioni (80 nel 2007), quale risultante di 146 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 52 milioni per variazioni della fiscalità differita; le imposte differite attive ai fini IRAP iscritte nell'esercizio e riferibili al già citato accantonamento a fronte dei rischi di controparte ammontano a 49 milioni. Per l'analisi delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*.

Tavola 22.40

Imposte sul reddito dell'esercizio (voce 13) (migliaia di euro)			
VOCI	2008	2007	
Imposte correnti (-)	-432.699 (1)	-225.400	
Variazione delle imposte differite attive (+/-)	100.330	-1.385.539	
Variazione delle imposte differite passive (+/-)	4.641	449	
Imposte di competenza dell'esercizio (-)	-327.728	-1.610.490	

(1) Include l'imposta sostitutiva per 15.999 mila per il riallineamento tra i valori civilistici e fiscali dei beni assoggettati, fino al 31 dicembre 2007, ad ammortamenti anticipati effettuati extracontabilmente.

Tavola 22.41

Imposte differite attive - movimenti (migliaia di euro)				
VOCI	Ires	IRAP	Totale	
Importo iniziale (1)	6.338.322	8.769	6.347.091	
Aumenti	324.723	49.093	373.816	
Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	324.723	49.081	373.804	
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	-	12	12	
Diminuzioni	-299.175	-1.136	-300.311	
Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-299.175	-1.136	-300.311	
- di cui relative a perdite fiscali di esercizi precedenti	-270.493	-	-270.493	
Importo finale	6.363.870	56.726	6.420.596	

(1) Le consistenze iniziali includono i corrispondenti saldi dell'UIC (tav. 22.7).

Tavola 22.42

Imposte differite passive - movimenti (migliaia di euro)				
VOCI	Ires (1)	IRAP	Totale	
Importo iniziale	34.614	5.982	40.596	
Aumenti	2.491	425	2.916	
Imposte differite rilevate nell'esercizio	2.491	423	2.914	
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	-	2	2	
Diminuzioni	-29.316	-5.066	-34.382	
Imposte differite annullate nell'esercizio	-1.612	-279	-1.891	
Altre diminuzioni (2)	-27.704	-4.787	-32.491	
Importo finale	7.789	1.341	9.130	

(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 6.413 milioni (6.313 nel 2007 includendo i saldi dell'UIC). - (2) Si riferiscono al riallineamento dei valori civilistici e fiscali dei beni oggetto, fino al 31 dicembre 2007, di ammortamenti anticipati extracontabili.

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 175.211.691 conseguito nell'esercizio 2008 venga così ripartito:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	35.042.338
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	35.042.338
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	<u>105.111.415</u>
TOTALE	<u>175.211.691</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 58.788.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2007.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 58.803.600 pari a 196,012 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Mario Draghi

23. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTOQUINDICESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2008

Signori Partecipanti,

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2008 della Banca d'Italia, redatto secondo i principi e i criteri contabili e di valutazione, deliberati dal Consiglio Superiore e da noi condivisi, analiticamente illustrati nella nota integrativa.

Il nostro esame sul bilancio è stato svolto secondo i principi di comportamento del collegio sindacale raccomandati dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri. Tali principi sono stati anche tenuti presenti nello svolgimento delle funzioni di controllo contabile.

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2008 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 aumentano di 102 milioni (da 6.311 a 6.413 milioni).

Il Consiglio Superiore ha deliberato di assegnare 176 milioni al fondo rischi generali.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente. In particolare, gli "accantonamenti a garanzia del trattamento 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	€ 267.430.630.026
Passività	€ 247.633.044.007
Capitale e riserve	€ <u>19.622.374.328</u>
Utile netto dell'esercizio	€ <u>175.211.691</u>

I conti d'ordine, pari a 419.329.234.853 euro, rappresentano operazioni a termine, garanzie prestate e ricevute, depositi in titoli e in valori diversi in valuta e in euro.

Abbiamo esaminato la relazione sulla gestione che corredata il bilancio di esercizio e la riteniamo coerente con il bilancio stesso.

Il Consiglio Superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 39 dello Statuto, il seguente riparto dell'utile netto:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	€	35.042.338
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	€	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	€	35.042.338
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	€	6.240
– allo Stato, il residuo di	€	<u>105.111.415</u>
Totale	€	<u>175.211.691</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 58.788.000 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 2007.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 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 2008 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 2008

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2008	31.12.2007
A Crediti verso Soci per versamenti ancora dovuti	–	–
B Immobilizzazioni		
II <i>Immobilizzazioni materiali</i>		
1 Terreni e fabbricati	77.657.666	78.935.330
2 Impianti e macchinari	3.166	4.627
4 Altri beni	115.517	118.918
5 Immobilizzazioni in corso ed acconti	2.212.927	–
<i>Totale</i>	79.989.276	79.058.875
Totale immobilizzazioni	79.989.276	79.058.875
C Attivo circolante		
II <i>Crediti</i>		
1 Verso clienti (esigibili entro l'esercizio successivo)	5.032.631	5.009.083
Verso clienti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	9.600.000	14.414.200
4ter Imposte anticipate (esigibili entro l'esercizio successivo)	1.287.004	1.261.711
5 Verso altri (esigibili entro l'esercizio successivo)	283.565	330.296
<i>Totale</i>	16.203.200	21.015.290
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
6 Altri titoli	15.627.000	–
<i>Totale</i>	15.627.000	–
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1 Depositi bancari e postali	34.740.644	59.498.221
3 Denaro e valori in cassa	448	299
<i>Totale</i>	34.741.092	59.498.520
Totale attivo circolante	66.571.292	80.513.810
D Ratei, risconti e disaggio		
1 Ratei attivi	140.319	14.784
2 Risconti attivi	233.378	204.031
Totale ratei e risconti	373.697	218.815
Totale attivo	146.934.265	159.791.500

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2008

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2008	31.12.2007
A Patrimonio netto		
I Capitale	107.000.000	107.000.000
III Riserve di rivalutazione		
1 Saldo attivo di rivalutazione monetaria <i>ex-lege</i> 72/83	6.341.456	6.341.456
2 Fondo di rivalutazione <i>ex-lege</i> 413/91	10.326.848	10.326.848
IV Riserva legale	2.592.663	1.739.305
VII Altre riserve		
1 Riserva straordinaria	7.607.890	7.607.888
IX Utile (perdita) dell'esercizio	2.596.301	8.533.579
Totale patrimonio netto	136.465.158	141.549.076
B Fondi per rischi ed oneri		
2 Per imposte anche differite	2.279.753	2.945.782
3 Altri (manutenzioni immobili)	3.993.000	3.476.000
Totale fondi per rischi ed oneri	6.272.753	6.421.782
C Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	350.614	317.008
D Debiti		
6 Acconti	19.000	59.990
7 Debiti verso fornitori	487.180	803.143
12 Debiti tributari	1.755.616	9.110.008
13 Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale	54.003	38.520
14 Altri debiti		
– altri	182.001	170.454
– depositi cauzionali	800.403	836.838
– interessi su depositi cauzionali	20.920	17.639
Totale debiti	3.319.123	11.036.592
E Ratei, risconti e aggio		
1 Ratei passivi	525.261	463.870
2 Risconti passivi	1.356	3.172
Totale ratei e risconti	526.617	467.042
Totale patrimonio netto e passivo	146.934.265	159.791.500
CONTI D'ORDINE		
Impegni assunti da terzi	18.554.457	19.695.665
Totale conti d'ordine	18.554.457	19.695.665

CONTO ECONOMICO

	(importi in euro)	
	2008	2007
A Valore della produzione		
1 Ricavi delle vendite e delle prestazioni	7.887.641	8.226.404
5 Altri ricavi e proventi	23.193	39.044
Totale (A)	7.910.834	8.265.448
B Costi della produzione		
7 Servizi	2.902.374	2.964.197
8 Godimento di beni di terzi	20.058	26.063
9 Personale		
a salari e stipendi	353.552	361.598
b oneri sociali	126.350	89.447
c trattamento di fine rapporto	34.665	33.641
e altri costi	2.908	2.305
10 Ammortamenti e svalutazioni		
b ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	919.563	921.942
d svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	35.000	60.000
13 Altri accantonamenti	1.042.025	1.085.437
14 Oneri diversi di gestione	1.108.001	877.862
Totale (B)	6.544.496	6.422.492
Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)	1.366.338	1.842.956
C Proventi ed oneri finanziari		
16 Altri proventi finanziari		
c da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	66.091	-
d proventi diversi dai precedenti	2.421.116	1.715.849
17 Interessi ed altri oneri finanziari		
a altri interessi	-119	-306
c oneri finanziari su depositi cauzionali inquilini	-22.353	-18.453
Totale (C)	2.464.735	1.697.090
D Rettifiche di valore di attività finanziarie		
Totale (D)	-	-
E Proventi ed oneri straordinari		
20 Proventi		
a plusvalenze su alienazione immobilizzazioni	671.366	10.425.604
c altri proventi	252.269	123.216
21 Oneri straordinari		
c altri oneri	-27.595	-9.637
Totale (E)	896.040	10.539.183
Risultato prima delle imposte (A-B+C+D+E)	4.727.113	14.079.229
22 Imposte sul reddito dell'esercizio		
a imposte correnti	-2.822.134	-3.258.578
b imposte differite e anticipate	691.322	-2.287.072
23 UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	2.596.301	8.533.579

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2008

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	31.12.2008	31.12.2007
Attivo non corrente		
Immobilizzazioni materiali	129.896	129.599
Investimenti immobiliari	12.247	11.507
Attività biologiche	2.494	2.595
Immobilizzazioni immateriali	2	3
Attività finanziarie disponibili per la vendita	4.099	6.337
Crediti	65	62
Totale attivo non corrente	148.803	150.103
Attivo Corrente		
Rimanenze	3.557	2.158
Attività biologiche	1.378	1.241
Crediti verso clienti	1.133	527
Altre attività correnti	2.148	2.009
Disponibilità liquide	131	131
Totale attivo corrente	8.347	6.066
Totale attivo	157.150	156.169
PASSIVO		
Patrimonio netto		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserva di Fair Value	1.367	2.986
Altre riserve	2.936	2.936
Utili indivisi	101.817	96.810
Utile (perdita) dell'esercizio	4.516	6.022
Totale patrimonio netto	116.430	114.548
Passivo non corrente		
Fondo imposte e imposte differite	34.085	36.766
Fondo T.F.R.	432	494
Finanziamenti a lungo termine	1.366	1.415
Altri fondi	40	40
Altri debiti non correnti	68	54
Totale passivo non corrente	35.991	38.769
Passivo corrente		
Debiti verso fornitori	247	284
Finanziamenti a breve termine	3.325	1.025
Altri debiti	1.157	1.543
Totale passivo corrente	4.729	2.852
Totale passivo	157.150	156.169

CONTO ECONOMICO		
COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2008	2007
Ricavi delle vendite	7.831	6.813
Variazioni rimanenze prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	1.481	757
Altri ricavi	3.309	2.648
Incrementi per lavori interni	249	430
VALORE DELLA PRODUZIONE	12.870	10.648
COSTI OPERATIVI		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-55	-93
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.198	1.848
Costi per servizi e godimento beni di terzi	2.081	1.871
Costi per il personale	3.032	2.768
Ammortamenti e svalutazioni	839	760
Accantonamenti per rischi e oneri	16	12
Altri costi operativi	1.055	976
TOTALE	9.166	8.142
RISULTATO OPERATIVO	3.704	2.506
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-426	429
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	3.278	2.935
Imposte sul reddito del periodo (di cui non ricorrenti € 2.329)	1.238	3.087
RISULTATO DEL PERIODO	4.516	6.022
Utile per azione (in Euro):		
– base	0,80295	1,07058
– diluito	0,80295	1,07058

**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 2008. 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.

Il bilancio d'esercizio presenta a fini comparativi i dati corrispondenti dell'esercizio precedente. Come illustrato nella nota integrativa, gli Organi Direttivi hanno modificato i dati comparativi relativi al bilancio dell'esercizio precedente, da noi assoggettato a revisione contabile e sul quale abbiamo emesso la relazione di revisione in data 27 maggio 2008. Le modalità di rideterminazione dei dati corrispondenti dell'esercizio precedente e l'informativa presentata nella nota integrativa, per quanto riguarda le modifiche apportate ai suddetti dati, sono state da noi esaminate ai fini dell'espressione del giudizio sul bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008.

- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2008 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) Al 1° gennaio 2008, a seguito della confluenza dell'Ufficio Italiano dei Cambi (di seguito "UIC") disposta dal decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231, le attività e le passività dell'UIC sono state allocate, in continuità di valori, nel bilancio dell'Istituto sulla base dei criteri di classificazione adottati da quest'ultimo.
 - (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 incrementato in seguito alla confluenza dell'UIC e all'attribuzione deliberata dal Consiglio superiore, effettuata mediante accantonamento a carico 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 a esse relativi.

Roma, 25 maggio 2009

PricewaterhouseCoopers SpA


Lorenzo Pini Prato
(Revisore contabile)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2008

DIRETTORIO

Mario DRAGHI	- GOVERNATORE
Fabrizio SACCOMANNI	- DIRETTORE GENERALE
Antonio FINOCCHIARO *	- VICE DIRETTORE GENERALE
Ignazio VISCO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Giovanni CAROSIO	- VICE DIRETTORE GENERALE
Anna Maria TARANTOLA **	- VICE DIRETTORE GENERALE

* In carica sino al 12.1.2009

** In carica dal 13.1.2009

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

Paolo PICCIALLI	- SEGRETARIO GENERALE
Anna Maria TARANTOLA*	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Franco PASSACANTANDO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE, MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Alberto Mario CONTESSA	- DIRETTORE CENTRALE PER LA QUALITÀ DEI SERVIZI ALL'UTENZA
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA E RELAZIONI INTERNAZIONALI
Fabrizio RUDEL	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA ORGANIZZAZIONE E LOGISTICA
Carlo PISANTI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA CIRCOLAZIONE MONETARIA
Olivia BRIZZI	- FUNZIONARIO GENERALE CON COMPITI DI ALTA CONSULENZA AL DIRETTORIO PER LE TEMATICHE ATTINENTI LA RIORGANIZZAZIONE DELL'ISTITUTO
Claudio CLEMENTE	- RAGIONIERE GENERALE
Giovanni CASTALDI	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA
Carlo CHIESA	- FUNZIONARIO GENERALE CON L'INCARICO DI DEFINIRE E ATTUARE IL RIASETTO DELLA FUNZIONE INFORMATICA
Stefano MIELI**	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA

* Vice direttore generale dal 13.1.2009.

** Funzionario generale dal 28.1.2009.