



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti  
Roma, 26 maggio 2015

CENTOVENTUNESIMO ESERCIZIO

anno 2014

esercizio

CXXI



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

---

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti  
anno 2014 - centoventunesimo esercizio

Roma, 26 maggio 2015

© Banca d'Italia, 2015

**Indirizzo**

Via Nazionale, 91  
00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

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

*Stampato nel mese di maggio 2015*

---

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

---

# INDICE

## L'ECONOMIA INTERNAZIONALE E L'AREA DELL'EURO

<b>1. Gli andamenti macroeconomici, le politiche e i mercati finanziari internazionali</b>	3
I principali paesi avanzati	3
<b>Riquadro:</b> <i>L'ipotesi di stagnazione secolare</i>	4
Le principali economie emergenti	8
<b>Riquadro:</b> <i>I riflessi economici della crisi in Ucraina</i>	10
I mercati finanziari e valutari	12
<b>2. Il commercio internazionale, i prezzi delle materie prime e le bilance dei pagamenti</b>	16
I prezzi e i mercati delle materie prime	16
Il commercio internazionale	18
<b>Riquadro:</b> <i>La debolezza del commercio mondiale e il ruolo delle catene globali del valore</i>	19
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	21
Le reti globali di sostegno finanziario	22
<b>3. Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro</b>	24
La fase ciclica	24
I prezzi e i costi	26
I mercati finanziari	27
Le politiche di bilancio	29
La governance europea	31
<b>Riquadro:</b> <i>Gli squilibri macroeconomici nell'Unione europea</i>	31
<b>Riquadro:</b> <i>Uno schema di assicurazione contro la disoccupazione nell'area dell'euro</i>	33
<b>4. La politica monetaria nell'area dell'euro</b>	34
L'azione di politica monetaria	34
<b>Riquadro:</b> <i>Il programma di acquisto di titoli</i>	36
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	36
<b>Riquadro:</b> <i>I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato</i>	37
La moneta e il credito	39
Le operazioni di politica monetaria	40

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>5. Il quadro di insieme</b>	43
<i>Riquadro: Il prodotto potenziale e l'output gap in Italia</i>	47
<b>6. Le imprese</b>	48
Gli andamenti economici	48
<i>Riquadro: Le determinanti della caduta degli investimenti</i>	51
Gli andamenti finanziari	55
<i>Riquadro: Le principali iniziative di sostegno finanziario alle imprese</i>	58
<b>7. Le famiglie</b>	61
Il reddito e la sua distribuzione	61
I consumi	63
<i>Riquadro: La recessione e i consumi delle famiglie</i>	65
Il risparmio finanziario e la ricchezza	66
Il mercato delle abitazioni e l'indebitamento	66
<b>8. Il mercato del lavoro</b>	72
L'occupazione e le ore lavorate	72
L'offerta di lavoro e la disoccupazione	74
La regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali	77
<b>9. I prezzi, i costi e la competitività</b>	79
I prezzi	79
<i>Riquadro: I cambiamenti nelle politiche di prezzo delle imprese durante la recessione</i>	80
Il costo del lavoro	81
I costi dell'energia e degli altri beni intermedi	82
<i>Riquadro: Il calo del prezzo del petrolio e la struttura del settore energetico</i>	82
La competitività di prezzo	84
<b>10. La domanda estera e la bilancia dei pagamenti</b>	85
Le esportazioni e le importazioni	85
Il conto corrente e il conto capitale	87
<i>Riquadro: La posizione dell'Italia nelle catene globali del valore</i>	87
<i>Riquadro: Il saldo di conto corrente aggiustato per il ciclo</i>	91
Il conto finanziario	92
La posizione patrimoniale sull'estero	93
<b>11. La finanza pubblica</b>	94
La finanza pubblica nel 2014	94
<i>Riquadro: Il pareggio di bilancio nei programmi del 2012 e la dinamica della spesa</i>	97
Le entrate	100
<i>Riquadro: Le imposte locali sulla proprietà della prima casa: aspetti redistributivi</i>	102
Le spese	104

Il debito delle Amministrazioni pubbliche	106
<b>Riquadro:</b> <i>I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche</i>	107
Le prospettive	108
<b>12. La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale</b>	111
La concorrenza e la regolamentazione dei mercati	111
<b>Riquadro:</b> <i>Le riforme della concorrenza e gli andamenti macroeconomici</i>	112
La regolamentazione dell'attività di impresa	113
I fattori di contesto	115
<b>Riquadro:</b> <i>Le distorsioni nelle misure soggettive di corruzione</i>	116
<b>13. Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali</b>	119
LE BANCHE	120
La struttura dell'industria bancaria italiana	120
Le attività	121
La raccolta	123
La redditività e il patrimonio	125
<b>Riquadro:</b> <i>Le principali banche dell'area dell'euro: composizione dell'attivo e redditività</i>	126
GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI	128
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	128
<b>14. I mercati monetari e finanziari</b>	134
Il mercato monetario	134
Il mercato dei titoli pubblici	135
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	137
<b>Riquadro:</b> <i>La frammentazione del mercato delle obbligazioni di banche e imprese nell'area dell'euro</i>	138
Il mercato azionario	140
Le infrastrutture di mercato	142
<b>15. La Pubblica amministrazione</b>	143
Pubblica amministrazione e crescita economica: il ritardo dell'Italia	143
<b>Riquadro:</b> <i>Costi di avvio e dinamica di impresa</i>	144
Assetti istituzionali: livelli di governo e coordinamento	146
Il personale	147
<b>Riquadro:</b> <i>La scelta di lavorare nel settore pubblico: il ruolo del precariato</i>	148
La dirigenza e la valutazione delle performance	149
Le tecnologie dell'informazione	151
<b>IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA</b>	
<b>16. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio</b>	155
RELAZIONE SULLA GESTIONE	155
Sintesi delle risultanze di bilancio	155
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	158

Informazioni relative ai rapporti con le società controllate e collegate	159
Operazioni di politica monetaria	160
Le risorse finanziarie	162
I rischi finanziari	163
Il signoraggio e la circolazione monetaria	165
Le risorse umane, informatiche e logistiche	167
Il controllo economico della gestione	168
Il controllo interno e i rischi operativi	169
Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro	169
STATO PATRIMONIALE E CONTO ECONOMICO	171
NOTA INTEGRATIVA	175
Principi, criteri e schemi di bilancio	177
Commento alle voci dello stato patrimoniale	184
<b>Riquadro: L'FMI nel bilancio della Banca d'Italia</b>	186
<b>Riquadro: I depositi governativi</b>	199
Commento alle voci del conto economico	204
<b>Riquadro: Il reddito monetario</b>	208
PROPOSTE DEL CONSIGLIO SUPERIORE	214
DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO	215
Relazione del Collegio sindacale	215
Dati di bilancio delle società controllate	219
Relazione della società di revisione	223
<b>AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b>	224
<b>CONSIDERAZIONI FINALI</b> ( <i>in fascicolo separato</i> )	

---

## AVVERTENZE

---

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

---

Segni convenzionali:

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

**L'ECONOMIA INTERNAZIONALE  
E L'AREA DELL'EURO**





## 1. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI, LE POLITICHE E I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2014 l'espansione dell'attività mondiale ha deluso le attese, mantenendo lo stesso modesto ritmo del biennio precedente (3,4 per cento). Nei paesi avanzati si è ampliato il divario tra la crescita più forte degli Stati Uniti e del Regno Unito e quella, assai più debole, del Giappone e dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Nei paesi emergenti e in via di sviluppo l'attività economica ha nell'insieme rallentato, come nel triennio precedente, scontando la presenza di fragilità strutturali e, in alcuni casi, l'acuirsi di vincoli esterni soprattutto di natura finanziaria.

L'inflazione è scesa in tutti i paesi avanzati, riflettendo la persistente debolezza della domanda a livello globale e il calo dei prezzi delle materie prime. Le politiche monetarie sono rimaste accomodanti, ma con andamenti diversi tra aree: la Riserva federale ha cessato di acquistare titoli e ha continuato a prospettare un graduale aumento dei tassi ufficiali; in Giappone e nell'area dell'euro sono state, invece, introdotte misure fortemente espansive. Verso la fine dell'anno la ridotta inflazione in Cina e in India ha posto le premesse per una distensione delle condizioni monetarie.

La volatilità sui mercati finanziari è rimasta su valori molto contenuti, ma con episodi di aumento connessi con i segnali di indebolimento del quadro globale, con l'evoluzione della situazione in Grecia e con l'intensificarsi delle tensioni in Ucraina. Il rafforzamento delle prospettive negli Stati Uniti ha provocato un sensibile apprezzamento del dollaro; i tassi di interesse a lunga scadenza sono scesi in tutti i paesi avanzati. Il brusco ridimensionamento dei flussi di capitali verso i paesi emergenti nella seconda metà dell'anno ha alimentato pressioni sulle valute e, quindi, sull'inflazione delle economie più vulnerabili (Brasile, Russia e Turchia); le Banche centrali di questi paesi hanno reagito adottando politiche monetarie più restrittive nonostante il deterioramento del quadro congiunturale.

### *I principali paesi avanzati*

Le economie avanzate nel 2014 hanno segnato una modesta accelerazione, all'1,8 per cento, ma si sono acuite le differenze tra i principali paesi. La crescita è stata debole nell'area dell'euro, nulla in Giappone; negli Stati Uniti e nel Regno Unito la domanda interna ha invece sostenuto la ripresa, in un clima di crescente fiducia alimentato da condizioni finanziarie distese e da un irrobustimento delle prospettive occupazionali. In entrambi questi paesi, tuttavia, la produttività del lavoro ha ristagnato, confermando i segnali di debolezza emersi dopo la crisi (nella media dell'ultimo quinquennio è cresciuta a tassi inferiori all'1 per cento) e dando luogo a timori di un ristagno economico persistente (cfr. il riquadro: *L'ipotesi di stagnazione secolare*).

## L'IPOTESI DI STAGNAZIONE SECOLARE

La debole ripresa dell'economia mondiale e la bassa dinamica della produttività dopo la crisi del 2008-09 generano timori di una prolungata fase di stagnazione economica ("secolare", nella definizione usata da Hansen durante la Grande depressione)<sup>1</sup>. Secondo alcune analisi questa prospettiva potrebbe essere il risultato di un calo del tasso di crescita del prodotto potenziale nei paesi avanzati, innescato da fattori quali l'invecchiamento della popolazione, un'espansione dei livelli medi di istruzione non al passo con quanto richiesto dalle nuove tecnologie (che si potrebbe riflettere anche in una più elevata disoccupazione strutturale) e un progressivo assottigliamento dei margini di avanzamento della frontiera tecnologica<sup>2</sup>. Storicamente la produttività ha fornito il maggiore contributo alla crescita del PIL pro capite (tre quarti negli Stati Uniti dal secondo dopoguerra).

Gli scenari pessimistici potrebbero tuttavia sottovalutare le potenzialità delle tecnologie esistenti, quali quelle che possono ancora scaturire dalla rivoluzione digitale, nel sostenere la produttività; vi è evidenza che questo è già avvenuto molte volte in passato: timori di stagnazione secolare sono stati sollevati in seguito a quasi tutte le recessioni più gravi<sup>3</sup>. Le nuove tecnologie potrebbero sostenere l'innovazione, tra l'altro, rendendo più efficiente l'attività di ricerca scientifica grazie al miglioramento degli strumenti a sua disposizione, fattore che si è storicamente dimostrato decisivo per la realizzazione di nuove scoperte; potrebbero inoltre favorirla consentendo una diffusione più ampia e rapida della conoscenza.

Nondimeno vi è il rischio che un'elevata propensione al risparmio a livello mondiale, il calo dei tassi di investimento nei paesi avanzati e l'aumento delle disuguaglianze di reddito si riflettano in una discesa dei tassi di interesse reali di equilibrio<sup>4</sup>; con valori molto bassi o addirittura negativi dell'inflazione e tassi di interesse già nulli, lo stimolo proveniente dalle politiche monetarie convenzionali può rivelarsi insufficiente ad assicurare una crescita del prodotto in grado di riassorbire l'occupazione. Nell'immediato ciò può porre la necessità di un sostegno alla domanda aggregata con politiche monetarie di espansione quantitativa; in prospettiva, è ineludibile sospendere la crescita intervenendo sugli investimenti pubblici per modernizzare la dotazione di infrastrutture, sulle politiche della formazione volte a rafforzare il capitale umano e sui meccanismi di riallocazione efficiente del lavoro<sup>5</sup>. Un'adeguata dotazione di capitale umano è fattore essenziale per poter cogliere i vantaggi offerti dal progresso tecnologico, assicurando uno sviluppo sostenibile e inclusivo e contrastando il rischio che il rapido mutamento delle competenze richieste, che deriva dalla disponibilità di nuove tecnologie, marginalizzi molti lavoratori, accentui le disuguaglianze di reddito e comprima la domanda aggregata.

<sup>1</sup> A.H. Hansen, *Economic progress and declining population growth*, "The American Economic Review", 29, 1, 1939, pp. 1-15.

<sup>2</sup> R.J. Gordon, *Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds*, NBER Working Paper, 18315, 2012.

<sup>3</sup> P. Pagano e M. Sbracia, *The secular stagnation hypothesis: a review of the debate and some insights*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 231, 2014.

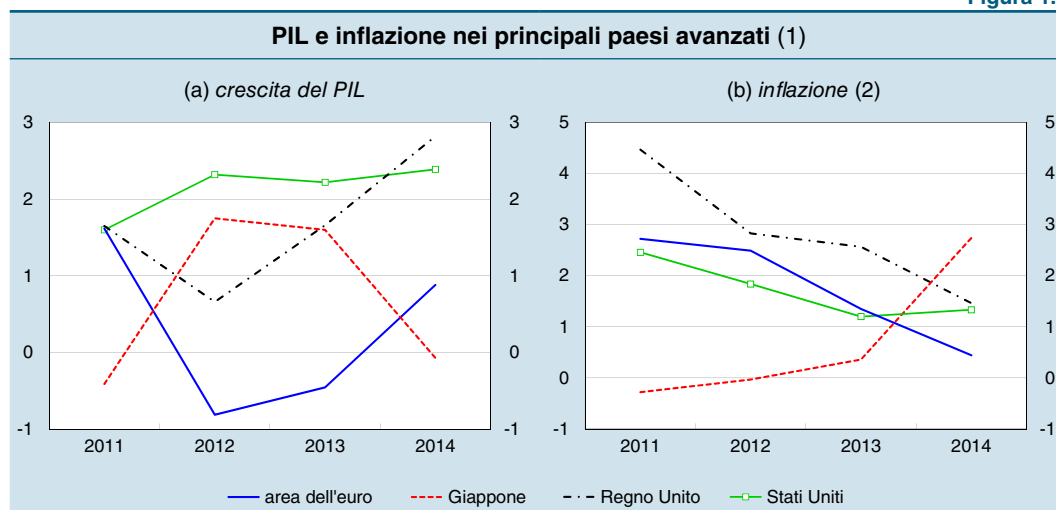
<sup>4</sup> FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2014.

<sup>5</sup> FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014.

Alla bassa crescita della produttività ha contribuito il lento recupero degli investimenti produttivi dopo la recessione: negli Stati Uniti il rapporto tra investimenti non residenziali e PIL si è riportato sui valori medi osservati prima della crisi soltanto nel 2014, nonostante condizioni finanziarie da anni ampiamente favorevoli all'accumulazione di capitale; nel Regno Unito, così come nelle altre principali economie, è ancora inferiore.

*Stati Uniti.* – Negli Stati Uniti il prodotto nel 2014 è cresciuto del 2,4 per cento (fig. 1.1.a). I consumi privati si sono lievemente rafforzati, mentre il tasso di espansione degli investimenti fissi non residenziali è raddoppiato (al 6 per cento) rispetto al 2013; quelli residenziali hanno invece quasi ristagnato. Il contributo delle esportazioni nette è stato negativo, seppur di poco, riflettendo sia la debolezza della domanda estera sia, soprattutto, un'accelerazione delle importazioni.

Figura 1.1



Fonte: statistiche nazionali.

(1) Dati annuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente. – (2) Per gli Stati Uniti, deflatore dei consumi; per il Giappone, indice dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato dei prezzi al consumo.

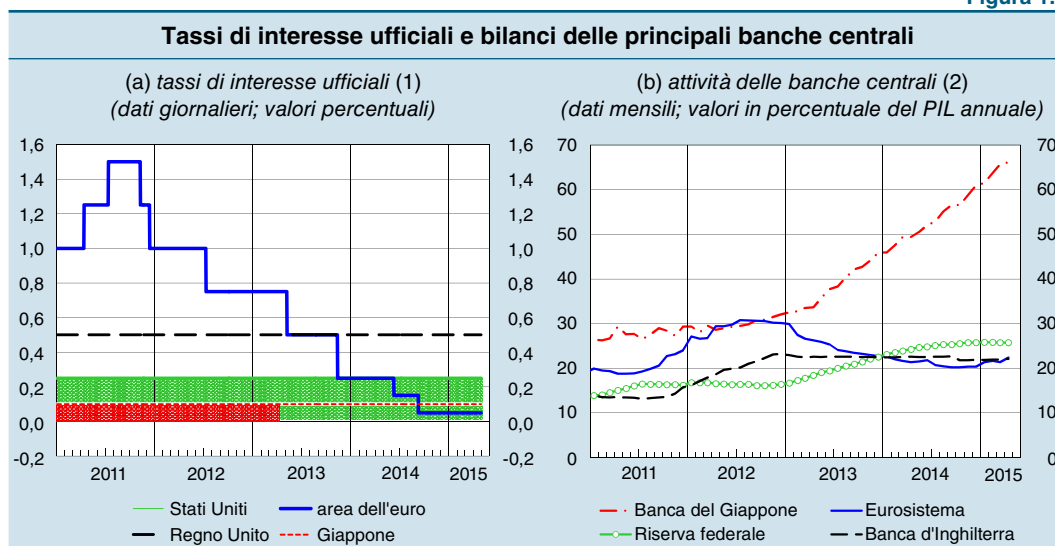
Rispetto agli anni precedenti, l'economia statunitense ha beneficiato anche della diminuita incertezza gravante sul quadro di finanza pubblica. Il disavanzo federale è sceso al 2,8 per cento del PIL (dal 4,1), ma l'azione restrittiva della politica di bilancio si è attenuata: si è arrestato il calo della spesa pubblica e, escludendo gli effetti del ciclo economico, la correzione del disavanzo delle Pubbliche amministrazioni (pari a 0,8 punti di PIL) è stata circa la metà di quella media del triennio precedente.

Le condizioni del mercato del lavoro sono decisamente migliorate: nel 2014 l'occupazione è aumentata a un ritmo sostenuto (2,6 per cento); nello scorso aprile il tasso di disoccupazione era sceso fino al 5,4 per cento, non lontano dal valore di equilibrio di lungo periodo stimato dalla Riserva federale (tra il 5 e il 5,2 per cento). La disponibilità di forza lavoro potrebbe tuttavia essere più ampia di quanto suggerito dal solo tasso di disoccupazione: indicazioni in tal senso verrebbero dal numero ancora elevato degli occupati involontariamente a part-time e di quanti si dichiarano interessati a una occupazione ma non la cercano attivamente (i cosiddetti *marginally attached*).

L'inflazione al consumo è stata pari all'1,6 per cento nella media del 2014 (fig. 1.1.b); dopo aver mostrato segnali di ripresa nel primo semestre, la variazione dei prezzi sui dodici mesi si è pressoché azzerata, a causa del calo dei corsi petroliferi e più in generale dei prezzi dei beni importati, di cui ha risentito anche l'inflazione di fondo.

Alla luce dei tangibili progressi sul mercato del lavoro la Riserva federale ha proseguito la graduale rimozione dello stimolo quantitativo, concludendo in novembre gli acquisti di titoli a lunga scadenza; le dimensioni del suo bilancio si sono conseguentemente stabilizzate (fig. 1.2.b). L'orientamento di politica monetaria è rimasto comunque accomodante: non è stato modificato l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds (tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento; fig. 1.2.a), mentre dal marzo dello scorso anno la *forward guidance* ha attenuato l'enfasi attribuita al tasso di disoccupazione in favore di un insieme più ampio di indicatori delle condizioni del mercato del lavoro (cfr. il paragrafo: *L'economia statunitense* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2013). La situazione economica degli Stati Uniti appare coerente con l'avvio, nella seconda metà del 2015, di una fase di rialzi dei tassi ufficiali, che tuttavia si prefigura molto graduale.

Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti, intervallo obiettivo sui federal funds; per il Giappone, tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 4 aprile 2013, intervallo obiettivo; dal 5 aprile di quell'anno la politica monetaria della Banca del Giappone si basa su un obiettivo quantitativo e non su un tasso ufficiale di riferimento); 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. – (2) Per la Banca d'Inghilterra, dal 2 ottobre 2014 include solo le attività acquisite attraverso operazioni di politica monetaria (oltre il 90 per cento del totale).

*Giappone.* – Lo scorso anno si è affievolito lo slancio fornito dalle politiche espansive avviate nel 2013 nell'ambito della strategia di rilancio conosciuta come Abenomics (cfr. il paragrafo: *L'economia giapponese* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2013). Le autorità giapponesi non hanno sinora dato corso alla decisa azione di riforma strutturale dell'economia, pur ritenuta una componente essenziale della stessa Abenomics. Nella media dell'anno l'attività ha ristagnato, rallentando bruscamente rispetto al 2013 (1,6 per cento): il calo dei consumi privati (dell'1,2) ha compensato il sensibile aumento degli investimenti non residenziali (4,1 per cento); il contributo della spesa pubblica è stato trascurabile, quello del commercio con l'estero nullo, nonostante l'ulteriore deprezzamento dello yen.

L'inflazione al consumo nel 2014 è aumentata in media al 2,7 per cento (fig. 1.1.b), risentendo degli effetti transitori dell'incremento delle imposte indirette dall'aprile dello scorso anno. In assenza di tale contributo (valutato in circa due punti percentuali dalla Banca del Giappone) i prezzi avrebbero decelerato dall'1,6 per cento del dicembre 2013 allo 0,3 dello scorso marzo; dall'estate questo andamento ha riguardato anche le componenti di fondo, stante una dinamica delle retribuzioni ancora assai modesta per la riluttanza delle imprese a concedere aumenti salariali.

L'accelerazione dei salari rappresenta uno snodo importante del rilancio dell'economia giapponese; essa rileva sia per una ripresa sostenibile della domanda interna sia per assicurare una convergenza più rapida dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla Banca centrale, che possa attivare un circolo virtuoso in grado di ancorare stabilmente le aspettative di inflazione su tale valore<sup>1</sup>.

A tale scopo in ottobre la Banca del Giappone ha rafforzato il programma di espansione quantitativa, innalzando l'obiettivo di incremento della base monetaria (da 60-70.000 a 80.000 miliardi di yen all'anno). Nel contempo il Governo ha rinviato al 2017 il secondo aumento dell'imposta sui consumi (originariamente programmato per lo scorso novembre) e, dopo la conferma ottenuta nelle elezioni anticipate di fine anno, ha varato una manovra di stimolo fiscale (per lo 0,7 per cento del PIL), rallentando così il percorso di risanamento; anche nelle valutazioni del Governo l'obiettivo di un avanzo di bilancio entro il 2020 appare ora fuori portata.

*Regno Unito.* – L'espansione del prodotto del Regno Unito è salita al 2,8 per cento nel 2014, accompagnata da un'accelerazione dell'occupazione e da un calo del tasso di disoccupazione (al 5,6 per cento). L'inflazione al consumo ha continuato a scendere, annullandosi lo scorso febbraio. La Banca d'Inghilterra ha lasciato invariati sia il tasso di riferimento della politica monetaria (allo 0,5 per cento) sia la quantità di attività finanziarie nel proprio portafoglio (a 375 miliardi di sterline); le sue valutazioni prefigurano una normalizzazione molto graduale dei tassi e un loro assestamento a livelli sensibilmente inferiori, almeno per qualche tempo, a quelli precedenti la crisi finanziaria.

*Paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti alla UE.* – Nei paesi di questa regione non ancora membri dell'area dell'euro (inclusa la Lituania, entrata a farne parte dal 2015), nel 2014 il tasso di crescita del PIL in media è raddoppiato al 2,9 per cento. La dinamica della domanda interna, favorita da un miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro e da un più intenso utilizzo dei fondi strutturali europei per gli investimenti, ha arginato gli effetti della congiuntura sfavorevole nell'area dell'euro e le ripercussioni delle tensioni in Ucraina e delle difficoltà economico-finanziarie della Russia. L'inflazione al consumo si è ridotta ed è divenuta negativa nei primi mesi del 2015, spingendo le Banche centrali a orientamenti più accomodanti, con riduzioni dei tassi di riferimento tra 100 e 225 punti base in Polonia, Romania e Ungheria e, in alcuni casi, con misure non convenzionali. La dinamica del credito è rimasta tuttavia debole.

<sup>1</sup> R. Piazza, *Deflation expectations and Japan's lost decade*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

## *Le principali economie emergenti*

L'attività economica nei paesi emergenti e in via di sviluppo nel 2014 ha rallentato al 4,6 per cento, riflettendo fattori sia ciclici, come la persistente debolezza della domanda estera e il calo dei prezzi delle materie prime, sia strutturali; a questi ultimi risalirebbe circa la metà del rallentamento osservato dalla crisi<sup>2</sup>.

La crescita della produttività risente, pur con intensità diversa tra paesi, di strozzature dal lato dell'offerta e di inefficienze nell'allocazione delle risorse, accentuate in molti casi dalle politiche di stimolo fiscale e monetario adottate durante la crisi globale. Il rapido aumento dell'indebitamento pubblico e privato, alimentato dall'abbondante liquidità internazionale, ha aggravato gli squilibri, in particolare in Cina, con una forte espansione nel settore immobiliare e in quello dell'industria pesante, e in Brasile e Turchia, dove l'aumento dei consumi si è tradotto in un marcato deterioramento dei conti con l'estero; in Brasile e, soprattutto, in Russia a questi problemi si sono aggiunti gli effetti negativi del calo dei prezzi delle materie prime, a cui le esportazioni e le entrate fiscali di quei paesi sono strettamente legate.

L'andamento dell'economia indiana è stato in controtendenza rispetto a quello degli altri principali paesi emergenti, grazie soprattutto all'avvio di un ambizioso programma di riforme volto a incidere sul potenziale di crescita e sulla credibilità del paese e al conseguente miglioramento del clima di fiducia.

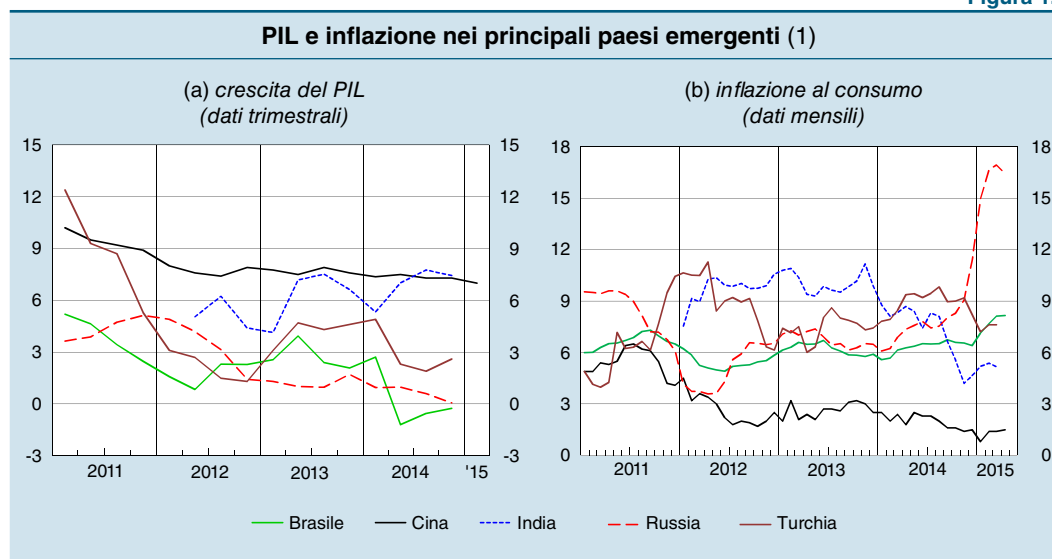
*Cina.* – La crescita del PIL nel 2014 è diminuita al 7,4 per cento (dal 7,7), il valore più basso degli ultimi 25 anni, inferiore anche all'obiettivo fissato dalle autorità; l'inflazione al consumo è scesa al 2 per cento, principalmente per il rallentamento dei prezzi dei beni alimentari (fig. 1.3). La decelerazione dell'attività ha riguardato in misura più accentuata l'industria pesante e le costruzioni, meno il settore dei servizi. È proseguita la graduale ricomposizione della domanda a favore dei consumi interni, il cui apporto è salito a quasi quattro punti percentuali di PIL, grazie all'aumento dell'occupazione e del reddito disponibile; tuttavia, il saggio di risparmio delle famiglie è rimasto assai elevato, al 28 per cento, segnalando il permanere di motivi precauzionali e di fattori strutturali che limitano la propensione al consumo<sup>3</sup>. La dinamica degli investimenti nel comparto immobiliare (che pesano per il 15 per cento del PIL) si è dimezzata (al 10 per cento nel 2014), risentendo delle misure adottate sin dal 2011 per frenare il credito al settore, mentre i prezzi delle abitazioni hanno iniziato una graduale correzione al ribasso, scendendo del 6 per cento nei dodici mesi terminanti lo scorso marzo.

Le autorità sono impegnate nella gestione di una complessa transizione i cui obiettivi sono, da un lato, accrescere il peso dei consumi interni rispetto agli investimenti e quello dei servizi rispetto all'industria; dall'altro, temperare un aumento del ruolo del mercato nell'allocazione del risparmio con il contenimento dei rischi creati dalle esposizioni debitorie accumulate nel settore immobiliare e nelle Amministrazioni

<sup>2</sup> E. Di Stefano e D. Marconi, *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 256, 2015.

<sup>3</sup> R. Cristadoro e D. Marconi, *Households' savings in China*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 838, 2011.

Figura 1.3



Fonte: statistiche nazionali.  
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

locali (cfr. il paragrafo: *Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile, Russia e Turchia* del capitolo 1 nella *Relazione annuale* sul 2013). Si prefigura così una fase di “nuova normalità” dell’economia cinese, caratterizzata da tassi di sviluppo più moderati, come mostrato dal nuovo obiettivo di crescita per il 2015, fissato dalle autorità al 7 per cento (mezzo punto in meno rispetto al 2014); la transizione alla nuova fase è comunque condizionata dalla necessità di non ostacolare l’assorbimento della forza lavoro delle campagne, che rimane abbondante.

Il recente operato del Governo e della Banca centrale va interpretato in questa ottica. Il primo ha, da un lato, accelerato la realizzazione di infrastrutture già programmate e introdotto misure di stimolo in favore delle imprese di minori dimensioni, da cui dipende gran parte della crescita dell’occupazione; dall’altro, per contenere la spesa delle Amministrazioni locali, ha avviato riforme volte a rendere più trasparenti i bilanci pubblici.

La Banca centrale ha sottoposto a una regolamentazione più stretta il sistema bancario ombra, per moderare l’espansione del credito nelle forme e verso i settori più rischiosi, mentre ha ridotto selettivamente i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche per favorire l’accesso al credito per le piccole e medie imprese. Per prevenire un eccessivo innalzamento dei tassi di interesse reali a seguito del calo dell’inflazione, da novembre ha immesso liquidità sul mercato interbancario, ha ridotto i tassi di riferimento sui prestiti e sui depositi delle banche commerciali e ha abbassato ulteriormente, per tutte le banche, i coefficienti di riserva obbligatoria.

*India.* – Il PIL nel 2014 ha accelerato al 7,2 per cento, trainato dal settore dei servizi. L’inflazione al consumo, misurata sui dodici mesi, si è dimezzata al 4,9 per cento lo scorso aprile, grazie soprattutto a politiche di contenimento dei prezzi dei beni alimentari; il calo delle quotazioni del petrolio è stato invece parzialmente compensato da un aumento delle accise sui carburanti.



I risultati deludenti, in termini di crescita e inflazione, delle politiche varate in risposta alla crisi del 2007-08 avevano reso urgente l'avvio di riforme in grado di affrontare le debolezze strutturali dell'economia indiana. Dopo le elezioni della scorsa primavera, il clima di fiducia nel paese è migliorato grazie all'impulso impresso dal nuovo governo, che ha avviato la riforma, assai controversa e ancora combattuta, dei diritti sulla proprietà terriera, centrale per il rafforzamento delle infrastrutture di trasporto; ha aperto ulteriormente il settore assicurativo agli investimenti esteri; ha annunciato misure di semplificazione amministrativa per stimolare la crescita dell'occupazione nelle piccole e medie imprese. La credibilità della Banca centrale, che si era deteriorata negli anni scorsi<sup>4</sup>, è stata rafforzata da una definizione chiara del suo mandato e della sua strategia, con l'annuncio dell'adozione di un regime di *inflation targeting* (con un intervallo obiettivo per l'inflazione tra il 2 e il 6 per cento), operativo dall'aprile 2016.

*Brasile, Russia e Turchia.* – Nel 2014 il prodotto in Brasile ha ristagnato, frenato dai consumi e, soprattutto, dagli investimenti (diminuiti del 4,4 per cento). L'economia ha risentito del calo dei prezzi delle materie prime e della notevole incertezza politica. L'ampio disavanzo di bilancio (più che raddoppiato nell'anno, al 6,2 per cento del PIL) e l'inflazione crescente hanno eroso i margini di manovra delle politiche economiche. Le pressioni sui prezzi, già elevate, sono state acuite dal deprezzamento del cambio; lo scorso aprile l'inflazione al consumo ha raggiunto l'8,2 per cento sui dodici mesi, ben oltre la soglia di tolleranza della Banca centrale (6,5 per cento), che ha reagito innalzando più volte il tasso di riferimento (da inizio 2014, di 325 punti base complessivamente, al 13,25 per cento).

Il quadro macroeconomico in Russia è peggiorato nettamente. Lo scorso anno l'attività ha rallentato allo 0,6 per cento (dall'1,3 del 2013), penalizzata dalle sanzioni imposte dagli Stati Uniti e dalla UE (cfr. il riquadro: *I riflessi economici della crisi in Ucraina*) e dai contraccolpi della caduta del prezzo del petrolio. Gli ingenti deflussi di capitali hanno provocato un rapido deprezzamento del rublo, che ha determinato un significativo aumento dell'inflazione (al 17 per cento lo scorso marzo). Per contrastarli la Banca centrale è ripetutamente intervenuta sul mercato dei cambi attingendo alle proprie riserve e in dicembre ha aumentato bruscamente il tasso di riferimento al 17 per cento (poi ribassato fino al 12,5 in aprile, a fronte di una stabilizzazione del corso del rublo).

#### I RIFLESSI ECONOMICI DELLA CRISI IN UCRAINA

In risposta all'annessione della Crimea da parte della Russia, l'Unione europea e gli Stati Uniti hanno adottato dal marzo del 2014 sanzioni economiche nei confronti della Russia, progressivamente rafforzate nel corso dell'anno in seguito all'intensificarsi delle tensioni politiche e militari in Ucraina. Le misure introdotte in agosto e settembre hanno limitato l'accesso ai mercati finanziari internazionali di una parte rilevante del sistema bancario russo e di alcune tra le principali società operanti nel settore energetico. È stato, inoltre, imposto un embargo alla fornitura

<sup>4</sup> R. Cristadoro e G. Veronese, *Monetary policy in India: is something amiss?*, "Indian Growth and Development Review", 4, 2, 2011, pp. 166-192.

di armamenti e di tecnologie e servizi destinati a progetti nel settore petrolifero. In risposta, la Russia ha imposto restrizioni all'importazione di alcuni prodotti alimentari dalla UE, dagli Stati Uniti e da altri paesi che hanno adottato sanzioni nei suoi confronti.

Le sanzioni hanno contribuito, insieme con gli effetti della caduta delle quotazioni internazionali del petrolio, ad aumentare l'incertezza sulle prospettive dell'economia russa, accentuandone il rallentamento in atto da tempo per cause di natura strutturale.

L'Italia, che nel 2013 destinava alla Russia il 2,8 per cento delle sue vendite all'estero di beni, lo scorso anno ha visto ridursi il valore delle esportazioni verso quel paese dell'11,6 per cento. Gli effetti sulla crescita della nostra economia del rallentamento della domanda in Russia sono stati tuttavia modesti<sup>1</sup>. Anche i riflessi sul sistema bancario italiano sono stati sinora contenuti. Alla fine del 2014 l'esposizione delle nostre banche verso la Russia ammontava a circa 18 miliardi di euro, seconda solo a quella delle banche francesi; rappresentava, tuttavia, meno dell'1 per cento dell'esposizione totale del nostro sistema bancario ed era prevalentemente di natura indiretta, ascrivibile all'attività delle controllate in Russia dei gruppi bancari italiani.

I rischi derivanti da un intensificarsi delle tensioni con la Russia sono connessi principalmente con l'eventualità di interruzioni delle forniture di petrolio e di gas. La Russia detiene una quota di circa il 12 per cento dell'offerta mondiale di petrolio e del 19 per cento di quella di gas naturale e svolge un ruolo chiave nell'approvvigionamento energetico della UE, a cui ha fornito nel 2013 il 30 per cento delle importazioni di petrolio e gas. Per la Russia, quello europeo rappresenta a sua volta il principale mercato di sbocco delle esportazioni di prodotti energetici.

La dipendenza energetica dalla Russia è assai eterogenea tra i paesi della UE, risultando molto elevata per alcune economie dell'Europa centrale e settentrionale. Per quanto riguarda l'Italia, nel 2013 provenivano dalla Russia circa il 18 per cento delle importazioni di petrolio e il 45 di quelle di gas naturale; queste ultime transitano prevalentemente attraverso l'Ucraina. Il nostro paese è, tuttavia, in grado di diversificare anche in tempi brevi le proprie fonti di approvvigionamento, utilizzando le infrastrutture di collegamento con i produttori dell'Europa settentrionale e del Nord Africa e intensificando gli acquisti di gas naturale liquefatto.

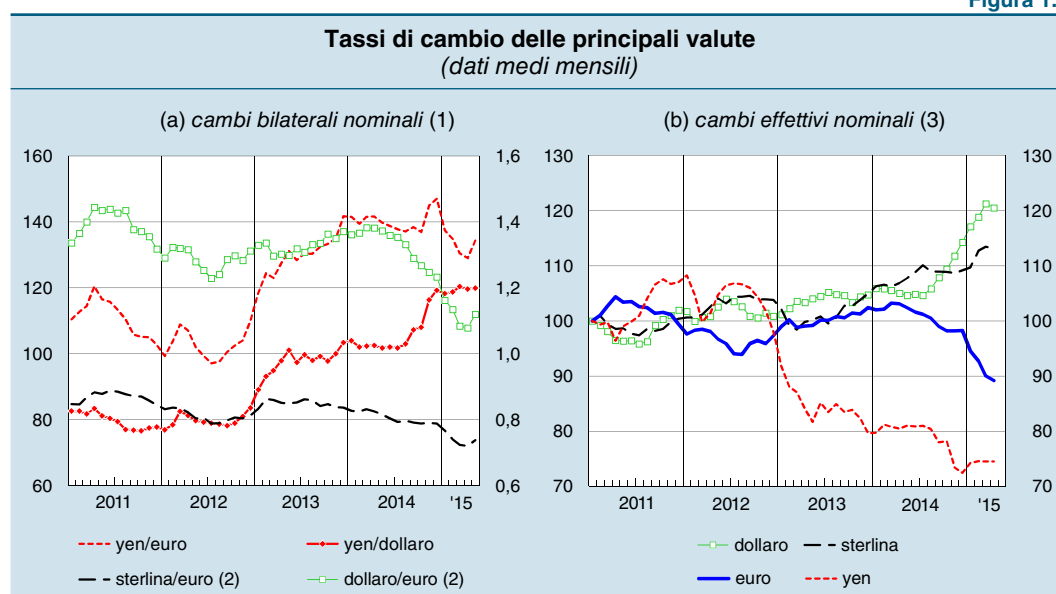
<sup>1</sup> R. Cappariello e A. Feletigh, *How does foreign demand activate domestic value added? A comparison among the largest euro-area economies*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1001, 2015.

In Turchia l'espansione del prodotto nel 2014 si è ridotta al 2,9 per cento (dal 4,2 del 2013). La domanda interna ha risentito della restrizione monetaria attuata all'inizio dell'anno per arginare i deflussi di capitali e il deprezzamento del cambio che, unitamente al forte rincaro dei beni alimentari, ha sospinto l'inflazione al consumo a quasi il 10 per cento a metà del 2014. Per contrastare il rallentamento dell'economia, dal maggio scorso la Banca centrale ha ripetutamente abbassato il principale tasso di rifinanziamento (per un totale di 250 punti base, al 7,5 per cento), ma le condizioni sul mercato interbancario sono rimaste restrittive.

## I mercati finanziari e valutari

Nei mercati finanziari dei paesi avanzati le condizioni hanno continuato a essere favorevoli, nonostante alcuni episodi di repentino aumento della volatilità nello scorcio del 2014 e all'inizio dell'anno in corso. L'ampliarsi dei divari tra i ritmi di crescita e negli orientamenti di politica monetaria nelle economie avanzate si è tradotto in variazioni marcate dei tassi di cambio (fig. 1.4). In particolare, il dollaro statunitense – pressoché stabile nei primi sette mesi dell'anno – ha iniziato a rafforzarsi da agosto, cumulando alla metà di aprile un apprezzamento del 26 per cento nei confronti dell'euro e di circa il 15 rispetto allo yen e alla sterlina; quello in termini effettivi nominali è stato del 12 per cento.

Figura 1.4



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per unità della seconda. – (2) Scala di destra. – (3) Indici: gennaio 2011=100.

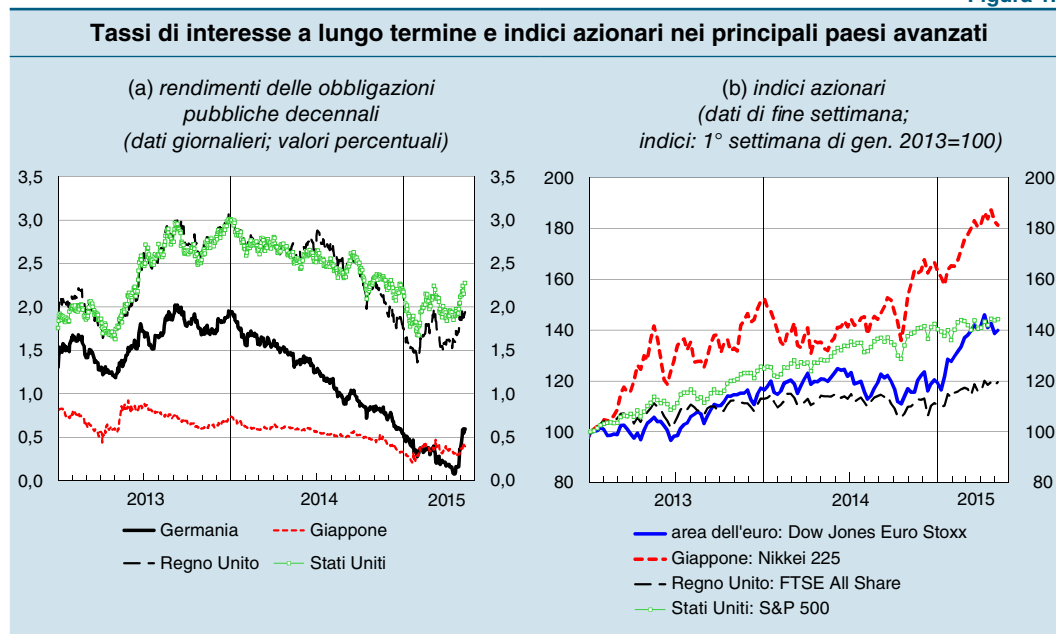
I rendimenti dei titoli di Stato decennali, invece, sono scesi ovunque (fig. 1.5.a). In Giappone e nell'area dell'euro il peggioramento del quadro macroeconomico e le nuove misure di espansione monetaria hanno spinto tali rendimenti a nuovi minimi storici nei primi mesi dell'anno in corso (0,2 e, sui titoli tedeschi, 0,1 per cento); negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono scesi di oltre un punto percentuale (al 1,7 e all'1,5 per cento, rispettivamente), nonostante il consolidamento della ripresa e la prospettiva più ravvicinata, in entrambi i paesi, di una normalizzazione delle condizioni di politica monetaria.

Alla base di tali andamenti vi sarebbero due principali fattori. Innanzitutto, i tassi di interesse a lunga scadenza mostrano una elevata correlazione a livello internazionale, riflettendo le scelte di portafoglio dei grandi investitori che tendono a diversificare la propria esposizione tra emittenti e valute, inducendo una sincronia nei movimenti dei premi per scadenza; in questo modo, il calo dei tassi in Giappone e nell'area dell'euro si sarebbe trasmesso agli altri mercati.

In secondo luogo, sembra essersi diffusa tra gli operatori la convinzione che la normalizzazione dei tassi da parte della Riserva federale e della Banca d'Inghilterra

sarà probabilmente più graduale rispetto alle attese e che, per qualche tempo ancora, i tassi possano restare su valori inferiori a quelli osservati prima della crisi finanziaria del 2008-09, come del resto indicato dalle stesse Banche centrali. Ciò rifletterebbe anche l'accentuarsi di condizioni che tendono a comprimere i tassi reali di equilibrio (cfr. il riquadro: *L'ipotesi di stagnazione secolare*).

Figura 1.5



A metà maggio i rendimenti dei titoli pubblici decennali erano tuttavia risaliti di circa 50 punti base (20 in Giappone) dai minimi dei mesi precedenti, a valori comunque significativamente inferiori a quelli di inizio 2014; rispetto alla metà di aprile inoltre il dollaro statunitense si era deprezzato di circa l'8 per cento nei confronti dell'euro e della sterlina.

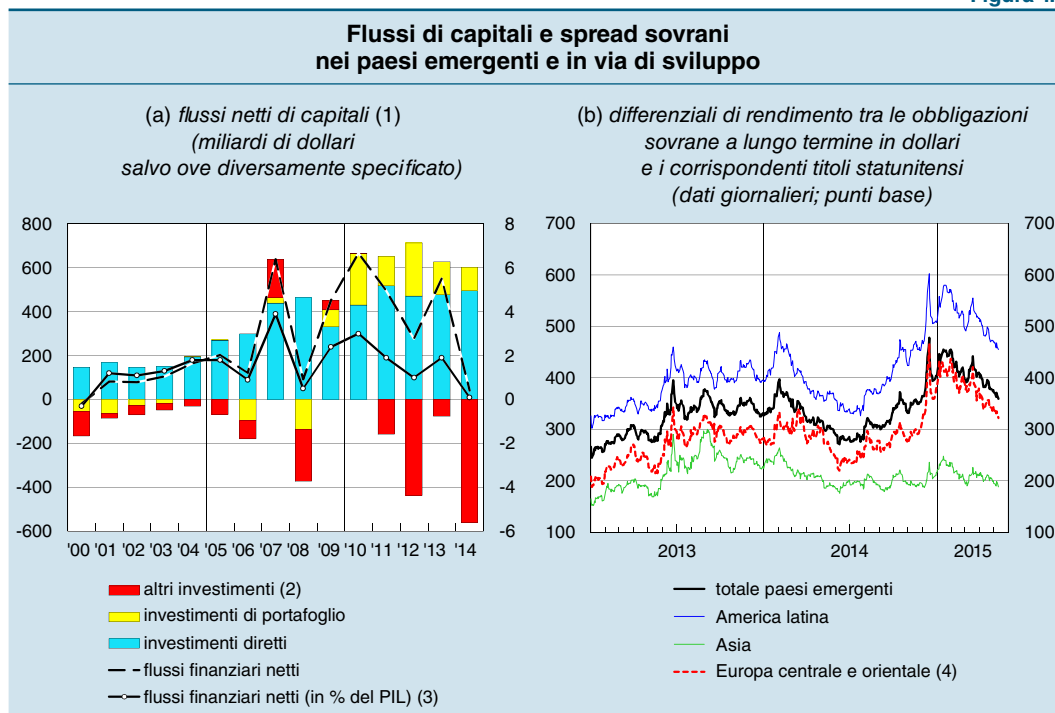
I bassi tassi di interesse e l'abbondante liquidità hanno sostenuto la domanda di attività più rischiose. Dall'inizio del 2014 i corsi azionari sono aumentati di circa il 20 per cento in Giappone (come nell'area dell'euro), del 14 negli Stati Uniti e del 5 nel Regno Unito (fig. 1.5.b). Il mercato giapponese beneficia tra l'altro anche degli acquisti di fondi azionari che la Banca centrale sta conducendo (per 3.000 miliardi di yen all'anno) nell'ambito del proprio programma di espansione quantitativa, nonché di una recente modifica alla strategia di investimento del principale fondo pensione pubblico, volta ad accrescere il peso di attività con rendimenti più alti, a scapito dei titoli di Stato giapponesi.

Negli Stati Uniti i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie restano su valori storicamente bassi: per i titoli con rating elevato alla metà di maggio dell'anno in corso i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato erano pressoché invariati rispetto alla fine del 2013, ad appena 1,8 punti percentuali; gli spread sui titoli high yield erano aumentati di 60 punti base (a 4,6 punti percentuali), riflettendo soprattutto la percezione di una maggiore rischiosità del debito emesso dalle società attive nel settore energetico, colpito dal calo dei prezzi petroliferi.

Nei paesi emergenti le condizioni sui mercati finanziari hanno invece subito un peggioramento dall'estate; in particolare, nelle economie che presentano squilibri interni ed esterni più accentuati sono riemerse tensioni a causa sia di fattori globali – la tendenza all'apprezzamento del dollaro statunitense e il calo dei corsi petroliferi e delle altre materie prime – sia di vulnerabilità idiosincratiche.

Gli afflussi netti di capitali verso le economie emergenti si sono nettamente ridimensionati, scendendo nel complesso del 2014 a poco più di 40 miliardi di dollari (fig. 1.6.a): si sono ampliati (a 560 miliardi, da circa 80), soprattutto per Cina e Russia, i deflussi nella categoria 'altri investimenti' della bilancia dei pagamenti, che comprende principalmente i movimenti bancari; gli afflussi netti di investimenti di portafoglio si sono ridotti a poco più di 100 miliardi (da 150), in larga parte a causa dei cospicui disinvestimenti dalla Russia. I differenziali di rendimento dei titoli del debito sovrano denominati in dollari rispetto a quelli degli Stati Uniti, dopo essere scesi in media a 270 punti base in luglio, si sono ampliati fino a oltre 400 punti a fine anno, un massimo dal 2011 (fig. 1.6.b), sospinti da quelli relativi alla Russia e all'America latina.

Figura 1.6

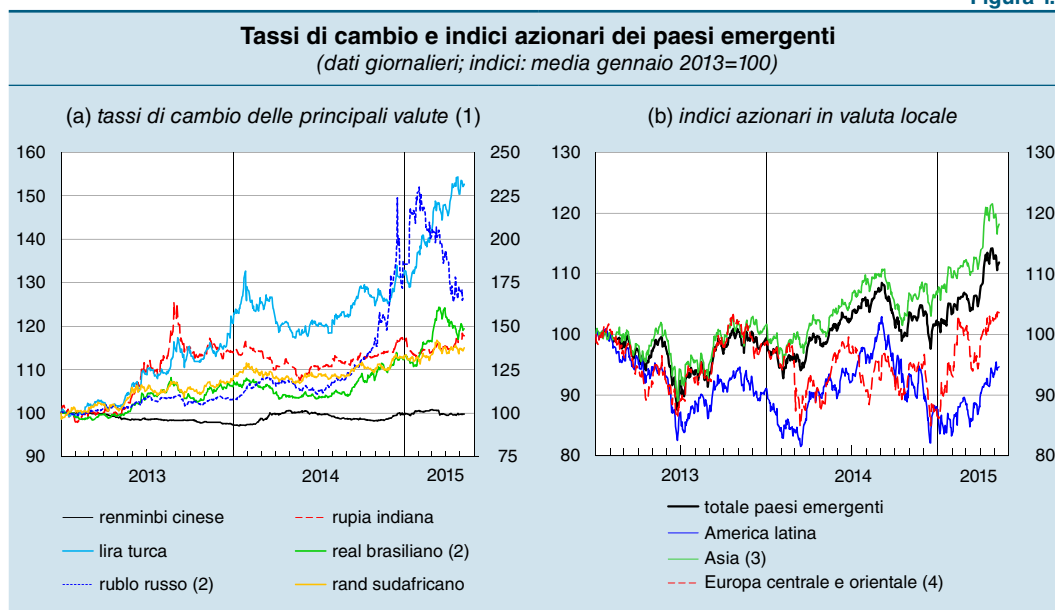


Fonte: elaborazioni su dati FMI, Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.

(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area; esclude le variazioni delle riserve ufficiali. – (2) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. – (3) Scala di destra. – (4) Inclusa la Russia.

Le valute dei paesi emergenti più esposti alle condizioni esterne si sono deprezzate in misura significativa nei confronti del dollaro (il real brasiliano e la lira turca di circa il 20 per cento dall'inizio del 2014, il rublo di oltre il 35; fig. 1.7.a). I cambi dei paesi asiatici, per lo più importatori netti di materie prime, hanno segnato variazioni assai più contenute, così come quelli dei paesi dell'Europa centrale e orientale appartenenti alla UE, rimasti stabili rispetto all'euro sino a fine anno (in seguito hanno iniziato ad apprezzarsi, in particolare lo zloty polacco e il fiorino ungherese, del 5 per cento circa).

Figura 1.7



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Morgan Stanley.

(1) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. – (2) Scala di destra. – (3) Escluso il Giappone. – (4) Inclusa la Russia.

Sui mercati azionari si è osservata una correzione tra settembre e ottobre, ma l'aumento complessivo delle quotazioni dall'inizio del 2014 ha comunque superato il 10 per cento (fig. 1.7.b); spicca il mercato cinese, il cui indice è raddoppiato, trainato dai comparti finanziario e immobiliare, che più di altri hanno beneficiato delle misure espansive della Banca centrale.

## 2. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

I mercati delle materie prime nel 2014 sono stati contraddistinti dal brusco calo delle quotazioni del petrolio, che ha pochi precedenti storici. La flessione è imputabile sia all'andamento dell'offerta (il rapido aumento della produzione di greggio non convenzionale negli Stati Uniti e la decisione dell'OPEC in novembre di non ridurre la propria) sia a quello della domanda (il progressivo indebolirsi della crescita globale attesa per il 2014-15).

Il commercio mondiale si è espanso assai meno delle attese formulate all'inizio dell'anno, continuando a mostrare, rispetto al periodo antecedente la crisi, una più contenuta elasticità al prodotto. Tale contrazione potrebbe rivelarsi persistente, essendo attribuibile al venir meno degli effetti temporanei di alcuni mutamenti strutturali, fra i quali l'espansione delle catene globali del valore nei due passati decenni.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti sono rimasti stabili nel 2014, dopo essersi ridotti notevolmente negli ultimi anni; continuano, però, a rappresentare un rischio per l'economia mondiale. Gli aggiustamenti fin qui osservati sono dovuti più a una brusca diminuzione della domanda nei paesi in disavanzo che a una ricomposizione della spesa nelle economie in avanzo. La persistenza nei segni dei saldi correnti dei paesi con i maggiori squilibri commerciali ha portato a un nuovo incremento nelle consistenze delle loro posizioni debitorie e creditorie nette sull'estero.

I meccanismi di finanziamento regionale hanno assunto un ruolo maggiore nelle reti globali di sostegno finanziario. Per contro, non vi sono stati progressi nei negoziati volti ad aumentare le risorse del Fondo monetario internazionale e ad accrescere il peso delle economie emergenti nella sua governance.

### *I prezzi e i mercati delle materie prime*

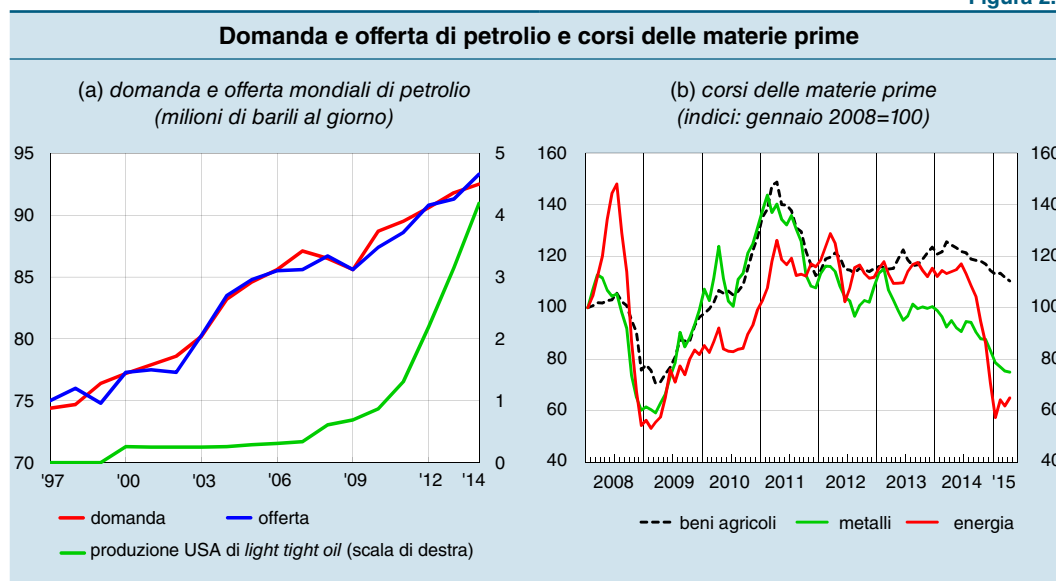
*Il prezzo del petrolio.* – Dopo essere rimasto stabilmente sopra i 100 dollari al barile per oltre un triennio, il prezzo del petrolio è crollato nella seconda metà del 2014 scendendo sotto i 50 dollari al barile lo scorso gennaio<sup>1</sup>. Il forte calo è riconducibile a tre fattori: (a) il progressivo ridimensionamento delle attese di domanda per il 2014 e il 2015, riflesso di valutazioni più prudenti sulla crescita dei principali paesi importatori; (b) il rapido aumento della produzione da scisti rocciosi nell'America settentrionale (*light tight oil*) e (c) la decisione dell'OPEC di non intervenire a sostegno dei prezzi con un taglio alla propria offerta, a differenza di quanto era avvenuto in passato in circostanze analoghe (cfr. il riquadro: *Il calo dei corsi del greggio* in *Bollettino economico*, 1, 2015).

<sup>1</sup> Media di WTI, Brent e Dubai, le tre qualità di riferimento (benchmark) per il mercato mondiale.



La domanda mondiale di petrolio ha decisamente rallentato nel 2014, con un incremento di solo 0,6 milioni di barili al giorno (mbg) sul 2013, la metà rispetto al biennio precedente. L'offerta è stata assai più vivace (2,1 mbg in più del 2013, pari al 2,3 per cento), sospinta dall'aumento della produzione proveniente dal Nord America (1,7 mbg in più del 2013). Si è creato così un eccesso di produzione sul mercato, pari a circa 1 mbg (fig. 2.1.a), e le scorte di greggio hanno raggiunto livelli assai elevati sia negli Stati Uniti sia negli altri paesi avanzati, accennando una discesa solo tra la fine di aprile e l'inizio di maggio di quest'anno<sup>2</sup>.

Figura 2.1



Fonte: elaborazioni su dati FMI, EIA e IEA.

Gli effetti espansivi legati a una riduzione del prezzo del petrolio sono, in questo caso, limitati da due fattori. In primo luogo, parte del calo riflette la debolezza della domanda globale ed è pertanto una risposta alla minor crescita economica e non un fattore autonomo di stimolo<sup>3</sup>. In secondo luogo, aggiungendosi alle pressioni al ribasso sull'inflazione in aree dove questa è già su livelli modesti, potrebbe alimentare attese di sue ulteriori riduzioni e tradursi in un rialzo indesiderato dei tassi di interesse reali<sup>4</sup>. Le revisioni alle previsioni di crescita per il 2015 apportate dall'FMI negli ultimi 12 mesi, nonostante l'impulso espansivo dovuto al calo delle quotazioni per i paesi importatori di greggio, sono state in media di segno negativo, soprattutto per il ridimensionamento delle proiezioni della crescita potenziale di molte economie emergenti e per il freno all'attività economica dei paesi esportatori che il calo stesso esercita<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> R. Cristadoro, V. Di Nino e L. Painelli, *Più greggio per tutti: la rivoluzione shale negli USA e la reazione dell'OPEC*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Secondo le stime prevalenti, una quota compresa tra il 20 e il 40 per cento della flessione del prezzo del greggio tra giugno e dicembre è attribuibile alla debolezza della domanda.

<sup>4</sup> S. Neri e A. Notarpietro, *Inflation, debt and the zero lower bound*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 242, 2014.

<sup>5</sup> E. Di Stefano e D. Marconi, *Assessing potential growth in emerging countries after the global financial crisis*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 256, 2015.



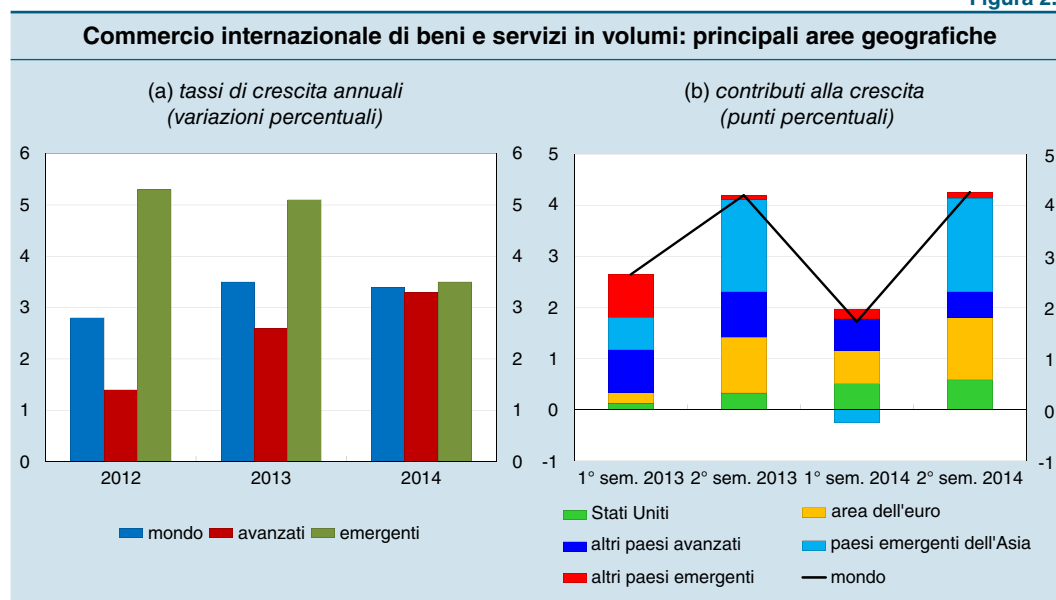
*I corsi delle altre materie prime.* – Nel 2014 è proseguita la flessione dei corsi delle materie prime diverse dal petrolio, in atto dal 2011. La diminuzione media nell'anno, pari al 4 per cento, è stata determinata da quella dei metalli industriali, superiore al 10 per cento, con riduzioni ancora più marcate per minerali ferrosi e rame, che nella seconda parte dell'anno hanno risentito del rallentamento della domanda in Cina; quest'ultima assorbe ora quasi la metà della produzione mondiale di metalli (da poco più del 10 per cento nel 2000; fig. 2.1.b).

I beni agricoli alla fine del 2014 avevano quotazioni inferiori di circa il 20 per cento rispetto ai picchi del 2011, i metalli industriali di oltre il 40. Come per il petrolio, i consistenti cali sono una conseguenza degli ingenti investimenti in capacità produttiva e di stoccaggio indotti dalle alte quotazioni degli anni precedenti; vi hanno contribuito anche gli eccezionali raccolti in molte aree del pianeta. Il rallentamento della domanda ha poi determinato un eccesso di produzione, che sta tuttora guidando i corsi al ribasso.

### Il commercio internazionale

Il commercio mondiale di beni e servizi nel 2014 è cresciuto a un ritmo moderato (3,4 per cento; fig. 2.2.a), deludendo le attese formulate all'inizio dell'anno dalle istituzioni internazionali<sup>6</sup>. Come nel 2013, a un modesto incremento nel primo semestre, determinato dal ristagno del commercio nella regione asiatica, è seguita un'accelerazione nel secondo, favorita dalla ripresa congiunturale nelle economie avanzate (soprattutto negli Stati Uniti) e dal forte recupero dell'interscambio con l'estero della Cina (fig. 2.2.b).

Figura 2.2



Fonte: elaborazioni su dati FMI, CPB e OCSE.

<sup>6</sup> Il 4,5 per cento per l'FMI (cfr. *World Economic Outlook: Update*, gennaio 2014); il 4,8 per cento per l'OCSE (cfr. *Economic Outlook*, 94, 2013).

Nel lungo periodo (1976-2011) la crescita delle importazioni è stata pari a circa una volta e mezzo quella del PIL mondiale; nell'ultimo triennio, però, l'aumento (3 per cento l'anno) non si è discostato da quello del prodotto. Tale riduzione dell'elasticità, cui contribuiscono fattori di natura strutturale, potrebbe rivelarsi persistente (cfr. il riquadro: *La debolezza del commercio mondiale e il ruolo delle catene globali del valore*).

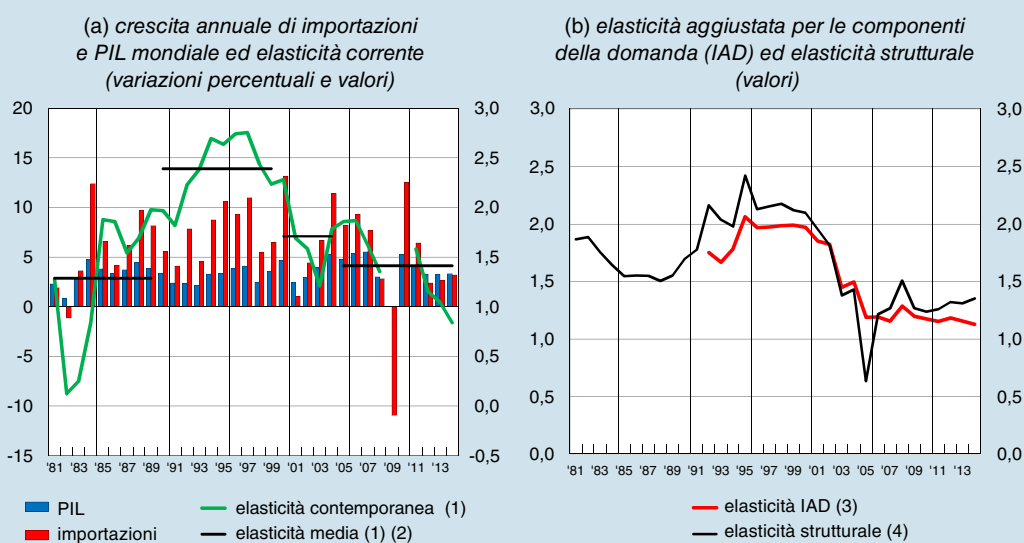
## LA DEBOLEZZA DEL COMMERCIO MONDIALE E IL RUOLO DELLE CATENE GLOBALI DEL VALORE

L'elasticità delle importazioni rispetto al PIL è scesa da un valore di oltre 2 negli anni novanta a valori prossimi a 1 dopo la crisi (figura A.a). A questo calo hanno contribuito fattori transitori: da un lato, il prodotto ha ristagnato nelle economie dove l'elasticità e il grado di apertura commerciale sono storicamente più elevati, come l'area dell'euro; dall'altro, la ripresa degli investimenti, che attivano le importazioni più di altre componenti della domanda, è stata lenta.

Tuttavia, anche tenuto conto della dinamica delle singole voci della domanda (consumi, investimenti e spesa pubblica), dell'articolazione geografica della crescita e delle altre fluttuazioni cicliche, permane una flessione dell'elasticità (figura A.b).

Figura A

### Elasticità delle importazioni al PIL mondiale



Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE, NIESR e WIOD.

(1) Scala di destra. – (2) L'elasticità media è calcolata per i sottoperiodi (1980-89), (1990-99), (2000-04) e (2005-14). – (3) L'indice è quello proposto in M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri e N. Yamano, *Estimating trade elasticities: demand composition and the trade collapse of 2008-2009*, "American Economic Journal: Macroeconomics", 5, 3, 2013, pp. 118-151. – (4) L'elasticità strutturale è stimata su finestre mobili di dieci anni, terminanti nell'anno riportato in figura.

Gli importanti accordi di liberalizzazione, regionali e multilaterali, stipulati negli anni novanta, e il coevo sviluppo delle filiere internazionali della produzione note come catene globali del valore (*global value chains*, GVC), che ha favorito la crescita dell'interscambio di beni intermedi a parità di prodotto finito, hanno determinato in quel decennio un aumento dell'elasticità. Gli effetti, essenzialmente una tantum, di queste trasformazioni strutturali si sono progressivamente esauriti, portando a una diminuzione dell'elasticità dall'inizio del nuovo secolo.

Il contributo delle GVC può essere valutato utilizzando le tavole input-output internazionali, disponibili solo dal 1995 al 2011. Questi dati consentono di distinguere, nelle esportazioni di ciascun paese, la quota di valore aggiunto interno assorbita dal paese di prima destinazione<sup>1</sup> dalla parte restante, che può essere considerata una misura del peso delle GVC e del grado d'integrazione dei singoli paesi nelle filiere internazionali della produzione<sup>2</sup>. Secondo tale metodologia, il contributo dell'espansione delle GVC all'elasticità delle importazioni al PIL, positivo fino a circa la metà degli anni 2000, si è azzerato dopo la crisi (figura B.a). Le GVC si sono sviluppate intorno a tre poli: area dell'euro, Stati Uniti e Cina. La crescita del grado di integrazione di queste "fabbriche mondiali"<sup>3</sup>, però, non è stata omogenea. In particolare, la partecipazione della Cina nelle GVC è rapidamente aumentata in concomitanza all'ingresso nel WTO per poi stabilizzarsi dalla metà degli anni 2000, a fronte di andamenti più regolari per area dell'euro e Stati Uniti (figura B.b).

La riduzione della parte residua dell'elasticità, non legata all'espansione delle GVC, è presumibilmente dipesa dal venir meno dello slancio delle liberalizzazioni commerciali degli anni novanta (in particolare l'Uruguay Round), i cui effetti si sono affievoliti già dall'inizio dello scorso decennio.

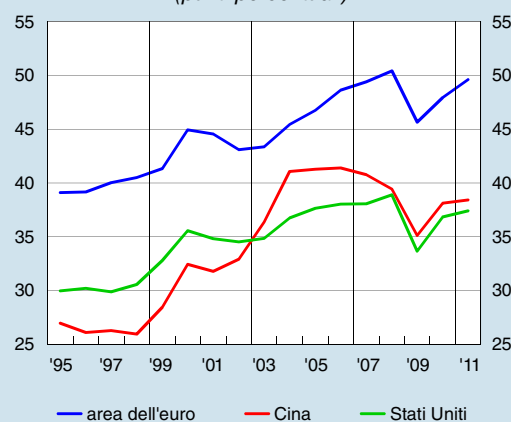
Figura B

### Scomposizione dell'elasticità e filiere internazionali di produzione (GVC)

(a) elasticità media delle importazioni al PIL e contributo della diffusione delle GVC (1)  
(valori)

	Elasticità media nel periodo		Contributo della diffusione delle GVC		Residuo
1996-2000	2,06	=	0,45	+	1,61
2001-2005	1,45	=	0,33	+	1,12
2006-2011	1,13	=	0,04	+	1,09

(b) grado di integrazione nelle GVC dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e della Cina (2)  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati FMI e WIOD.

(1) Si riporta una scomposizione dell'elasticità media osservata in ciascun periodo come somma del contributo dovuto alla diffusione delle GVC e di un residuo. – (2) Il grado di integrazione complessivo nelle filiere internazionali di produzione di area dell'euro, Stati Uniti e Cina è misurato dal rapporto tra le esportazioni al netto del valore aggiunto interno assorbito dal paese di prima destinazione e le esportazioni totali. L'indicatore dell'area dell'euro è calcolato considerando il commercio intra ed extra area.

<sup>1</sup> A. Borin e M. Mancini, *Follow the value added: an accounting of bilateral gross exports*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> R. Cappariello e A. Felettigh, *How does foreign demand activate domestic value added? A comparison among the largest euro-area economies*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1001, 2015.

<sup>3</sup> R. Baldwin, *Trade and industrialisation after globalisation's 2nd unbundling: how building and joining a supply chain are different and why it matters*, NBER Working Paper 17716, 2011.

*Le iniziative di liberalizzazione.* – Dopo l'avvio di importanti negoziati commerciali nel 2013, tra cui la Transatlantic Trade and Investment Partnership tra Stati Uniti e Unione europea (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti* nella *Relazione annuale* sul 2013), il 2014 ha segnato una battuta d'arresto delle varie iniziative, essenzialmente per il persistere di vedute divergenti circa la tutela degli investitori esteri, la difesa dei diritti di proprietà intellettuale, la sicurezza alimentare e il regime di protezione in alcuni settori, in particolare l'agricoltura. L'approvazione di un provvedimento che conceda al Presidente degli Stati Uniti poteri di negoziazione altrimenti riservati al Congresso (cosiddetto Fast Track) rimuoverebbe un ostacolo che ha finora reso più difficoltosi gli accordi.

### ***Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti***

Gli squilibri globali, misurati dalla somma dei valori assoluti dei saldi delle partite correnti, sono rimasti stabili nel 2014 (al 3,4 per cento del PIL mondiale). Il calo del prezzo dei prodotti energetici ha determinato una nuova riduzione dell'avanzo dei paesi esportatori di petrolio, sceso del 26 per cento (a 332 miliardi di dollari), mentre il continuo deterioramento delle ragioni di scambio ha mantenuto in disavanzo i paesi esportatori di altre materie prime. Per il secondo anno consecutivo si è notevolmente ampliato l'avanzo corrente dell'area dell'euro, sospinto dagli aumenti registrati in Germania, Italia e Spagna (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Il disavanzo degli Stati Uniti è rimasto stabile al 2,4 per cento del PIL. L'avanzo corrente della Cina è salito dall'1,9 al 2 per cento: il notevole ampliamento del saldo commerciale (32 per cento), che ha raggiunto i 464 miliardi di dollari, ha più che compensato il nuovo peggioramento di quello dei servizi.

Sebbene negli ultimi anni gli squilibri globali, misurati dai saldi delle partite correnti, si siano considerevolmente ridotti rispetto al periodo immediatamente precedente la crisi del 2008, essi permangono una fonte di rischi per l'economia mondiale.

In primo luogo, tali squilibri potrebbero in parte riaprirsi in futuro, poiché il loro calo è dipeso dal più rapido recupero della domanda interna nelle economie emergenti in avanzo e da una drastica riduzione di quella dei paesi in disavanzo, piuttosto che da una ricomposizione della spesa tra beni e servizi prodotti internamente e quelli esteri, sospinta da variazioni nei prezzi relativi e da cambiamenti nella struttura delle economie con più forti squilibri<sup>7</sup>.

In secondo luogo, le posizioni debitorie e creditorie nette dei paesi si sono ulteriormente ampliate, sia in termini assoluti sia in rapporto al PIL mondiale, poiché, pur essendosi ridotti, i saldi delle partite correnti, che determinano le variazioni di quelle posizioni, non hanno mutato segno: i paesi con i maggiori avanzi e disavanzi correnti prima della crisi figurano tuttora nelle stesse posizioni nella graduatoria mondiale. Pertanto molte economie, soprattutto emergenti, rimangono pericolosamente esposte a repentini cambiamenti nell'appetito per il rischio sui mercati finanziari e a rialzi nei tassi di interesse.

<sup>7</sup> FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2014, pp. 115-154.

## *Le reti globali di sostegno finanziario*

L’FMI, negli incontri di Washington della primavera del 2015, ha rimarcato che le tensioni finanziarie, valutarie e geopolitiche e i rischi a esse legati si sono intensificati e richiedono adeguati presidi. In questo contesto la configurazione delle reti globali di sostegno finanziario – definite dall’insieme di strumenti di prestito e garanzia degli organismi internazionali, dai meccanismi di finanziamento regionali e bilaterali e dalle riserve valutarie detenute da ciascun paese – resta un fattore centrale per assicurare una risposta a possibili crisi finanziarie e di bilancia dei pagamenti.

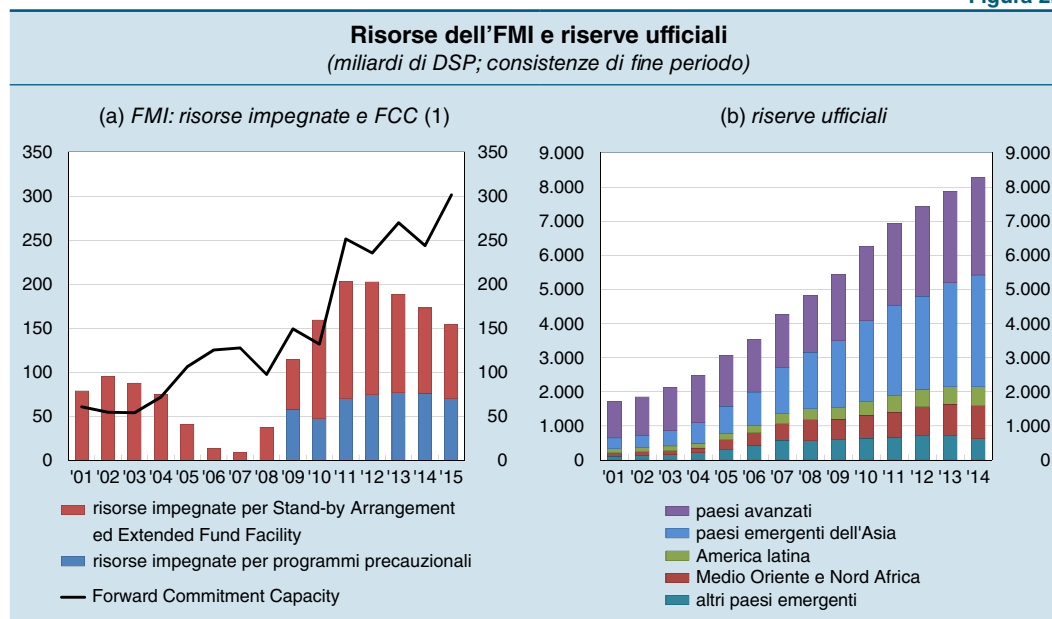
Le difficoltà di raggiungere un accordo sulla riforma della governance dell’FMI ne indeboliscono la capacità di azione. Nel 2014 la creazione di un nuovo meccanismo di finanziamento regionale da parte dei paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa) e dell’Asian Infrastructure Investment Bank segnalano la volontà delle economie emergenti – soprattutto della Cina – di accrescere il proprio peso nel sistema monetario internazionale. Nondimeno l’FMI continua a svolgere un ruolo centrale sotto diversi profili: per il supporto finanziario che è direttamente in grado di concedere, attualmente quantificabile in circa 520 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), incluse le risorse rese disponibili dagli accordi di prestito bilaterali; per il fatto che anche l’assistenza da parte di alcuni meccanismi di finanziamento regionale può essere condizionata al sussistere di un piano di sostegno approvato dal Fondo stesso; per l’attività di guida che esercita sulle politiche di aggiustamento dei paesi in difficoltà.

*Risorse dell’FMI e prestiti ai paesi membri.* – Le risorse dell’FMI provengono di norma dalle quote di partecipazione dei paesi membri, rivedute periodicamente. La riforma del 2010 (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale nella Relazione annuale* sul 2012), che prevedeva il raddoppio del capitale sottoscritto, un consistente incremento delle quote assegnate alle economie emergenti e un’alterazione nella composizione del Consiglio di amministrazione a vantaggio delle stesse, non è ancora stata ratificata dal Congresso degli Stati Uniti.

A fronte di un potenziale aumento di domanda di fondi, l’FMI ha fatto ricorso negli ultimi anni a finanziamenti addizionali di carattere temporaneo: i New Arrangements to Borrow (NAB) e i prestiti bilaterali (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale nella Relazione annuale* sul 2013). Alla fine di aprile la Forward Commitment Capacity (FCC) – l’ammontare di fondi potenzialmente erogabili nei successivi dodici mesi – si attestava attorno a 301 miliardi di DSP, il 14 per cento in più rispetto a un anno prima; le risorse impegnate nell’assistenza ai paesi membri ammontavano a 154 miliardi di DSP, di cui circa il 45 per cento concentrati in quattro programmi precauzionali (fig. 2.3.a). Finché non sarà raggiunto un accordo di riforma dell’FMI, le sue risorse rimarranno condizionate al rinnovo dei NAB e all’eventuale estensione dei prestiti bilaterali, sottoscritti dalla fine del 2012 e la cui durata non può comunque superare i quattro anni (nel caso dell’Italia, il prestito bilaterale a favore dell’FMI ammonta a 23,48 miliardi di euro e può essere esteso fino all’ottobre del 2016).

*I meccanismi di finanziamento regionale.* – La principale novità in questo ambito è costituita dalla creazione, nel luglio scorso, del Contingent Reserve Arrangement

Figura 2.3



Fonte: elaborazioni su dati FMI.  
(1) Includono sia i crediti erogati sia le risorse impegnate ma non ancora erogate. L'FCC non comprende le risorse rese disponibili attraverso i prestiti bilaterali. Per il 2015 si riporta il dato al 30 aprile.

(CRA) tra i paesi BRICS, con un impegno finanziario di 100 miliardi di dollari. Il CRA si affianca a due altri rilevanti meccanismi di finanziamento regionale recentemente potenziati: (a) lo European Stability Mechanism (ESM; cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*); (b) il Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM), un accordo tra paesi ASEAN, Cina, Giappone e Corea, con 240 miliardi di dollari di risorse impegnate. L'FMI rimane comunque coinvolto in questi meccanismi: nel caso dell'ESM quando appropriato e possibile, in quello del CRA e del CMIM, finora mai attivati, quando i finanziamenti richiesti dovessero eccedere il 30 per cento della quota massima spettante a un determinato paese.

*Le riserve valutarie.* – L'incertezza circa l'adeguatezza delle reti di sostegno multilaterali e regionali continua a incoraggiare molti paesi a detenere livelli elevati di riserve valutarie. Alla fine del 2014 lo stock di riserve a livello globale ammontava a 8.272 miliardi di DSP (fig. 2.3.b), di cui 5.424 detenuti dalle economie emergenti (2.664 della sola Cina). Rispetto al 2013, lo stock delle economie emergenti è cresciuto del 4,5 per cento, in misura minore rispetto agli anni precedenti, a causa principalmente della ridotta accumulazione da parte dei paesi esportatori di petrolio e del calo delle riserve valutarie russe, utilizzate per contrastare il deprezzamento del rublo.

### 3. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI E LE POLITICHE DI BILANCIO NELL'AREA DELL'EURO

La fragile ripresa che si è manifestata nell'area dell'euro nel 2014 ha anche risentito dell'espansione più contenuta del previsto del commercio internazionale. I segnali di recupero si sono accentuati alla fine dell'anno e nei primi mesi del 2015. I divari di crescita si sono ridotti, ma restano differenze non trascurabili nelle posizioni cicliche dei vari paesi.

L'inflazione è scesa ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi del Consiglio direttivo della Banca centrale europea; ha toccato valori negativi in dicembre ed è rimasta eccezionalmente bassa pure al netto delle componenti più volatili. Anche le aspettative di inflazione sugli orizzonti di medio periodo sono diminuite, per la prima volta dall'avvio dell'Unione monetaria, raggiungendo valori ben inferiori al 2 per cento.

L'orientamento della politica di bilancio è stato sostanzialmente neutrale, dopo le correzioni del triennio precedente. Continua il dibattito sull'evoluzione della governance europea e sulla creazione di una *fiscal capacity*, che potrebbe favorire la stabilizzazione macroeconomica e il finanziamento delle riforme.

#### *La fase ciclica*

Lo scorso anno il PIL dell'area dell'euro è tornato ad aumentare (0,9 per cento; fig. 3.1.a), ma in misura modesta e inferiore alle attese. All'attività ha contribuito l'espansione monetaria della BCE (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*), soprattutto nel secondo semestre, e il ritorno delle politiche di bilancio verso un orientamento pressoché neutrale, dopo gli aggiustamenti del triennio precedente.

La spesa delle famiglie è salita dell'1,0 per cento, recuperando in parte la contrazione del periodo 2012-13. Anche gli investimenti fissi lordi sono tornati a crescere moderatamente (dell'1,0 per cento), beneficiando del miglioramento delle condizioni di finanziamento e delle valutazioni meno sfavorevoli da parte delle imprese sulle prospettive della domanda; restano però ancora bassi. In rapporto al PIL a prezzi correnti gli investimenti si sono stabilizzati al 19,5 per cento (erano al 22,2 nel decennio antecedente il 2008). La spesa in costruzioni è scesa ancora (-0,2 per cento), seppure in misura meno intensa rispetto ai due anni precedenti; ha risentito anche della dinamica negativa degli investimenti pubblici, la cui quota sul PIL si è assestata al 2,7 per cento, un valore modesto nel confronto storico e significativamente inferiore a quelli di Stati Uniti e Giappone.

Nonostante il lieve rallentamento del commercio mondiale (al 3,4 per cento), nel 2014 le esportazioni dell'area sono cresciute del 3,7 per cento e hanno sostenuto l'attività. Nella seconda parte dell'anno le vendite all'estero hanno beneficiato del recupero di competitività. Secondo nostre valutazioni il deprezzamento dell'euro registrato tra la

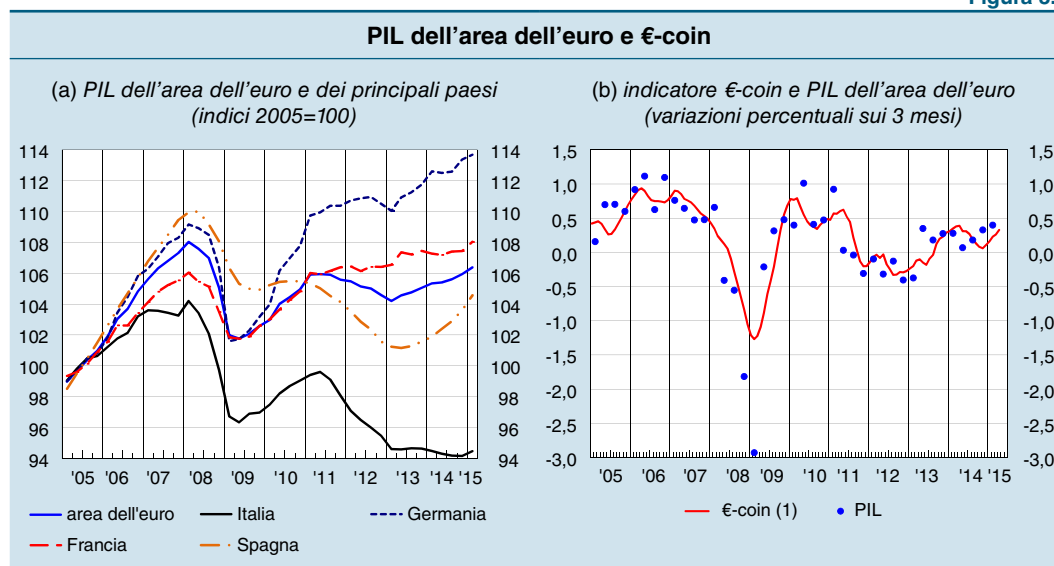


metà del 2014 e l'aprile scorso (intorno al 12 per cento sul cambio nominale effettivo), se permanente, farebbe aumentare il PIL dell'area complessivamente di circa un punto percentuale entro il 2016. Le importazioni hanno accelerato, ma il saldo commerciale dell'area è migliorato, grazie anche al calo delle quotazioni dei beni energetici importati.

I divari di crescita tra paesi si sono ridotti, beneficiando del progressivo attenuarsi delle tensioni e della frammentazione sui mercati finanziari. La domanda estera netta ha fornito un contributo positivo al PIL in Germania e in Italia (0,4 e 0,3 punti percentuali, rispettivamente), negativo in Francia e Spagna (-0,5 e -0,8 punti rispettivamente). I consumi sono aumentati in tutti i maggiori paesi, ma in misura consistente solo in Spagna e in Germania; il rapporto tra investimenti e PIL è cresciuto in Spagna, si è sostanzialmente stabilizzato in Germania, ha continuato a diminuire in Francia e in Italia. L'andamento del mercato immobiliare è stato assai eterogeneo: al rialzo delle quotazioni in Spagna, dove flettevano dal 2008, e in Germania si è contrapposto il nuovo calo in Francia e in Italia.

Nel primo trimestre del 2015 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,4 per cento in termini congiunturali; a fronte della decelerazione in Germania la dinamica produttiva si è irrobustita in Francia, Spagna e in Italia, dove è tornata positiva per la prima volta dall'estate del 2013. L'indicatore €-coin della Banca d'Italia, che fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, aveva confermato l'indebolimento dell'attività in estate; ha poi ripreso ad aumentare dalla fine del 2014 (fig. 3.1.b)<sup>1</sup>. Nell'aprile scorso l'indice segnalava una crescita di fondo dello 0,33 per cento su base trimestrale, corrispondente a poco oltre l'1 per cento su base annua.

Figura 3.1



(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Dettagli sull'indicatore €-coin sono disponibili sul sito internet: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/coin-registra-un-ulteriore-incremento-in-aprile>.

<sup>1</sup> L'indicatore è stato sviluppato secondo la metodologia descritta in F. Altissimo, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi e G. Veronese, *New eurocoin: tracking economic growth in real time*, "The Review of Economic and Statistics", 92, 2010, pp. 1024-1034, pubblicato anche in Banca d'Italia, Temi di discussione, 631, 2007. Gli aggiornamenti mensili dell'indice sono mensilmente pubblicati, a partire da maggio 2009, sul sito della Banca d'Italia e del CEPR.



Il livello raggiunto dalla disoccupazione resta uno degli aspetti più critici dell'attuale fase ciclica. Il tasso di disoccupazione nell'area è rimasto elevato nel 2014 (11,6 per cento), pur se marginalmente inferiore al massimo storico toccato nel 2013. L'occupazione ha parzialmente recuperato (0,6 per cento), dopo il calo del biennio precedente, ma permane su valori inferiori a quelli del 2008 per circa 4,5 milioni di persone. L'aumento della domanda di lavoro dell'anno scorso è stato marcato in Germania e in Spagna, assai modesto in Francia e in Italia, in linea con il divario nelle dinamiche produttive.

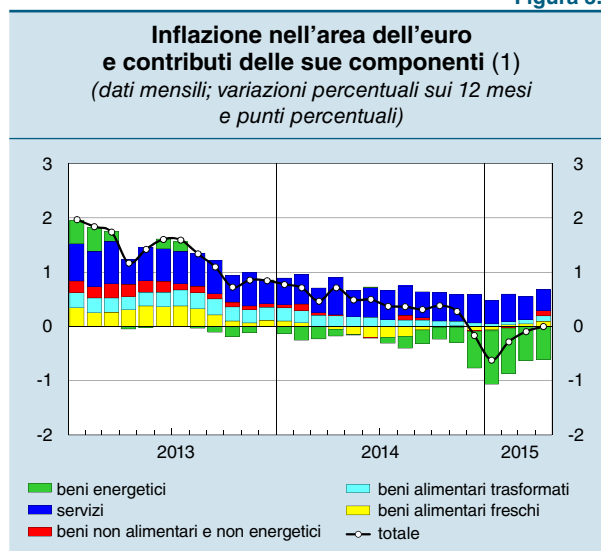
### I prezzi e i costi

L'inflazione nell'area dell'euro, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa nel complesso del 2014 allo 0,4 per cento, toccando un valore negativo in dicembre (-0,2) e il minimo dall'avvio dell'Unione monetaria lo scorso mese di gennaio (-0,6 per cento). È successivamente risalita, collocandosi in aprile su valori nulli secondo i dati preliminari.

La flessione dell'inflazione non è attribuibile solo alla dinamica assai moderata dei prezzi dei prodotti alimentari (0,5 per cento nel 2014) e alla caduta di quelli dei beni energetici (-1,9 per cento, a seguito della contrazione dei corsi petroliferi denominati in euro); l'inflazione di fondo, misurata sulla base dell'IPCA al netto dei prodotti alimentari ed energetici, è infatti scesa al valore più basso nel confronto storico (0,8 per cento, dall'1,1 nel 2013; fig. 3.2). L'inflazione ha risentito, in misura anche superiore rispetto al passato<sup>2</sup>, della persistente debolezza della domanda, aggravata da tassi di interesse nominali prossimi allo zero<sup>3</sup>; ha dato avvio a una revisione delle aspettative, anche sugli orizzonti di medio periodo<sup>4</sup> (cfr. il riquadro: *I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato*).

Spinte al ribasso per l'inflazione sono emerse in pressoché tutti i paesi dell'area dell'euro: lo scorso aprile la variazione dei prezzi al consumo è stata inferiore al mezzo punto percentuale nei maggiori paesi membri, risultando negativa in Italia e in Spagna.

Figura 3.2



<sup>2</sup> M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 237, 2014.  
<sup>3</sup> A. Conti, S. Neri e A. Nobili, *Why is inflation so low in the euro area?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.  
<sup>4</sup> S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Tavola 3.1

Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Redditi per ora lavorata		Produttività oraria				Costo del lavoro per unità di prodotto			
	2013	2014	Valore aggiunto (2)		Ore lavorate		2013	2014		
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Francia	2,6	1,5	1,8	0,1	0,7	0,3	-1,1	0,2	0,8	1,4
Germania	2,6	1,7	0,4	0,0	0,1	1,5	-0,3	1,5	2,2	1,7
Italia	0,9	0,7	0,5	-0,5	-1,4	-0,3	-1,8	0,1	0,3	1,1
Portogallo	3,5	-1,4	1,6	-1,1	-1,2	0,6	-2,7	1,7	1,9	-0,3
Spagna	1,4	0,3	1,7	0,8	-1,2	1,5	-2,9	0,6	-0,4	-0,5
Area dell'euro	2,1	1,2	0,7	0,1	-0,5	0,8	-1,2	0,6	1,4	1,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat; per l'Italia elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Sulla base delle ore effettivamente lavorate. Per la Francia la variazione annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi. –  
(2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati, anno di riferimento 2010.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia è aumentato in media dell'1,1 per cento nel 2014 (tav. 3.1), in lieve decelerazione rispetto all'anno precedente (1,4 per cento) a causa del rallentamento dei redditi per ora lavorata; la dinamica della produttività oraria è invece diminuita a seguito della ripresa delle ore lavorate. La crescita del CLUP è stata più sostenuta in Germania e in Francia, più contenuta in Italia e negativa in Spagna.

Le attese degli operatori professionali sull'inflazione per il 2015 censite da Consensus Economics sono state progressivamente riviste al ribasso, per circa 1,5 punti percentuali fra l'inizio del 2014 e lo scorso mese di febbraio, risentendo di un rallentamento dei prezzi sistematicamente superiore a quanto previsto. Indicazioni analoghe sono emerse in base alle attese di inflazione desumibili dai mercati finanziari<sup>5</sup> (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). Solo nei mesi più recenti, dopo l'avvio del programma dell'Eurosistema di acquisto di titoli pubblici, gli analisti hanno cominciato a rivedere le loro previsioni verso l'alto. Sulla base delle ultime rilevazioni l'inflazione si collocherebbe allo 0,1 e 1,2 per cento nel 2015 e 2016, rispettivamente; si attesterebbe poco sotto il 2 per cento, in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, solo a partire dal 2020. Anche nelle previsioni dello scorso marzo dello staff della BCE, considerando la piena attuazione del programma di acquisti, l'inflazione attesa per l'anno prossimo è stata rivista al rialzo (all'1,5 per cento, dall'1,3 prefigurato in dicembre), nonostante il forte calo del prezzo del petrolio intercorso.

### I mercati finanziari

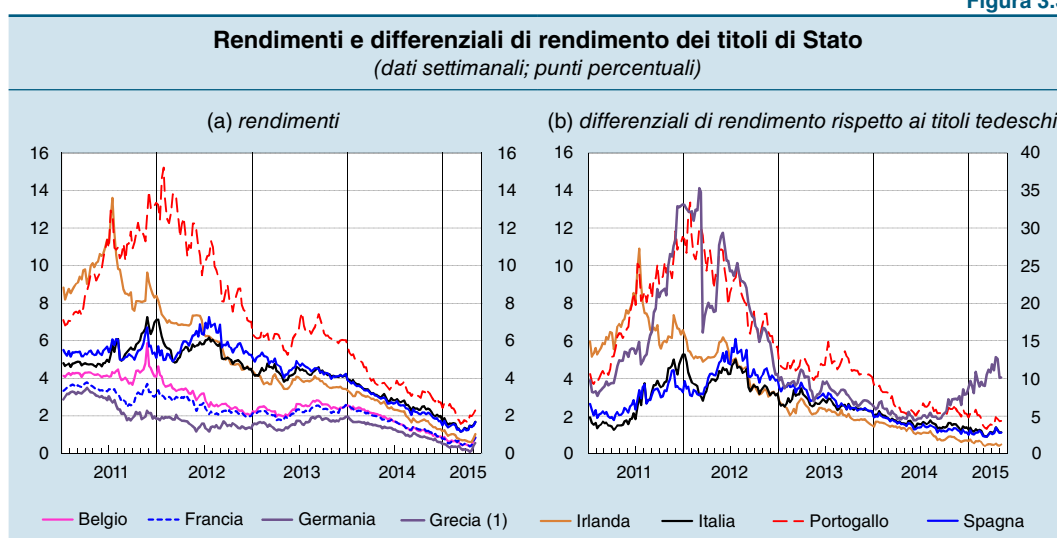
Nel 2014 le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare. La loro frammentazione lungo confini nazionali si è ulteriormente ridotta, grazie soprattutto alle misure adottate dall'Eurosistema e al varo dell'Unione bancaria, ma anche ai progressi nella governance economica europea e a quelli dei singoli paesi nelle riforme.

<sup>5</sup> M. Miccoli e S. Neri, *Inflation surprises and inflation expectations in the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 265, 2015; M. Casiraghi e M. Miccoli, *Risk-adjusted forecasts of inflation*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

I prezzi delle attività finanziarie sono stati sostenuti dall'orientamento molto espansivo della politica monetaria che ha contrastato le spinte al ribasso provenienti, nella seconda metà dell'anno, dal temporaneo indebolimento delle attese sul consolidamento della ripresa e dall'incertezza generata da fattori internazionali, quali le tensioni geopolitiche e le marcate oscillazioni del prezzo del petrolio.

Nel 2014 i rendimenti dei titoli di Stato sono fortemente diminuiti nella maggior parte dei paesi dell'area, scendendo verso nuovi minimi storici (fig. 3.3.a). Al sensibile calo dei rendimenti sui titoli a lungo termine ritenuti privi di rischio hanno contribuito l'abbassamento delle aspettative di inflazione e, nel secondo semestre dell'anno, anche di quelle di crescita dell'economia, nonché le politiche monetarie espansive attuate dalla BCE. Nella maggior parte dei paesi più esposti a tensioni sui titoli di Stato sono inoltre diminuiti significativamente i premi per il rischio sovrano (fig. 3.3.b).

Figura 3.3



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.  
(1) Scala di destra.

Si è ridotto il rendimento medio delle obbligazioni con elevato merito di credito (investment grade) denominate in euro ed emesse da società non finanziarie, che ha raggiunto alla fine dell'anno un minimo storico dell'1,2 per cento (2,1 un anno prima). Anche i rendimenti dei titoli high yield hanno continuato a diminuire, seppur in misura meno marcata (dal 4,9 al 4,6 per cento). Il basso livello dei rendimenti ha incentivato le società non finanziarie a effettuare collocamenti di obbligazioni per un importo ingente, superiore sia ai rimborsi sia ai collocamenti dello scorso anno.

Alla fine del 2014 l'indice delle principali società quotate dell'area era aumentato del 2 per cento rispetto all'anno precedente, ma con significativi episodi di volatilità. I corsi azionari, dopo essere cresciuti nel primo semestre, hanno risentito successivamente delle preoccupazioni connesse con le tensioni geopolitiche; i timori sul possibile impatto dell'inasprirsi del conflitto fra Russia e Ucraina hanno determinato cali più ampi nelle borse dell'area rispetto alle altre principali borse. Dalla fine dell'anno sui corsi azionari hanno pesato anche le tensioni in Grecia.

Nel primo quadrimestre del 2015 le condizioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare significativamente, grazie soprattutto al varo

del programma ampliato di acquisto di titoli pubblici e privati da parte dell'Eurosistema. Nonostante il programma, annunciato lo scorso 22 gennaio, fosse ampiamente atteso, il suo importo e la sua durata hanno superato le aspettative degli operatori (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). Fino alla metà dello scorso aprile è proseguito il calo dei rendimenti dei titoli di Stato (di 0,4 punti percentuali nella media dei paesi dell'area, allo 0,6 per cento, sulla durata decennale) e sono fortemente cresciuti i corsi azionari (del 20 per cento per le principali società quotate dell'area). Successivamente si è registrato un marcato rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a lunga scadenza, che si è trasmesso poi anche ai titoli degli altri paesi dell'area. A tale rialzo avrebbero contribuito un moderato innalzamento delle aspettative di inflazione, collegato anche a un contestuale rincaro del prezzo del petrolio, e alcuni fattori tecnici, tra cui un temporaneo aumento dell'offerta netta di titoli sul mercato primario.

### *Le politiche di bilancio*

*I risultati di bilancio del 2014 e le prospettive.* – Sulla base delle più recenti stime della Commissione europea<sup>6</sup>, dopo il consolidamento realizzato nel triennio precedente, l'orientamento della politica di bilancio dell'area (misurato in termini di variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo economico) è divenuto pressoché neutrale nel 2014 (con un miglioramento di quasi 0,2 punti percentuali) e si manterrebbe tale nel 2015 (con un peggioramento di entità simile). Tra le maggiori economie dell'area, nel biennio 2014-15, l'orientamento sarebbe sostanzialmente omogeneo nonostante le differenze nelle posizioni cicliche e nei conti pubblici dei singoli paesi.

L'indebitamento netto medio delle Amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area è diminuito per il quinto anno consecutivo, al 2,4 per cento del PIL dal 2,9 del 2013. Vi ha contribuito prevalentemente il miglioramento del saldo primario (0,3 punti percentuali). Un'ulteriore flessione del disavanzo, al 2,0 per cento del PIL, è prevista per il 2015.

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è cresciuto di un punto percentuale nella media dell'area, al 94,2 per cento, risentendo principalmente del divario tra l'onere medio del debito (2,9 per cento) e la crescita del PIL nominale (1,9 per cento). Il peso del debito dovrebbe ridursi lievemente nell'anno in corso.

È diminuito il numero di paesi sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi o a rischio di non rispettare il Patto di stabilità e crescita. Nel 2014 il Consiglio della UE ha chiuso la Procedura, avviata nel 2009, per Austria, Belgio, Paesi Bassi e Slovacchia. Degli otto paesi che rimangono sottoposti alla Procedura, Malta ha corretto il proprio disavanzo eccessivo entro il termine fissato; lo scorso 13 maggio la Commissione europea ha raccomandato al Consiglio di abrogare la Procedura. A marzo 2015 il Consiglio della UE ha esteso di due anni – al 2017 – il termine per la correzione del disavanzo eccessivo della Francia, tenendo conto dell'avverso ciclo economico e dell'impegno a completare le riforme; si tratta della terza proroga rispetto al termine iniziale fissato per il 2012.

In novembre, sulla base dei Documenti programmatici di bilancio per il 2015, la Commissione aveva indicato rischi di violazione delle regole di bilancio relati-

<sup>6</sup> Se non diversamente indicato, i dati considerati sono desunti da Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2015. Si fa riferimento all'attuale area dell'euro, composta da 19 paesi.

vamente al biennio 2014-15 per sette paesi (Austria, Belgio, Francia, Italia, Malta, Portogallo, Spagna); sulla base di successive informazioni, anche la Finlandia è stata oggetto di monitoraggio. Lo scorso febbraio la Commissione ha valutato che – alla luce di fattori rilevanti quali il sostanziale rispetto della parte preventiva del Patto<sup>7</sup>, le condizioni macroeconomiche particolarmente sfavorevoli e le riforme strutturali che i governi si sono impegnati ad attuare – i programmi di Belgio, Finlandia e Italia, già giudicati coerenti con la regola sul disavanzo, sono in linea anche con la regola sul debito<sup>8</sup>. Lo scorso 13 maggio la Commissione europea ha aggiornato le valutazioni sulla Finlandia concludendo che, relativamente al triennio 2014-16, la Finlandia non rispetterebbe né la regola sul disavanzo né quella sul debito.

*Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà.* – L'ammontare dei nuovi prestiti erogati ai paesi in difficoltà è risultato in netto calo rispetto agli anni precedenti. Nel 2014 sono stati concessi finanziamenti per 18,9 miliardi. L'ammontare complessivo dal 2010 è pari a circa 407 miliardi (tav. 3.2).

Tavola 3.2

Sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1)							
(miliardi di euro)							
PAESI	2010	2011	2012	2013	2014	Totale fino a maggio 2015 (2)	Totale del piano di sostegno
Irlanda	0,0	34,7	21,1	10,9	0,8	67,6	67,5
Portogallo	–	34,0	27,5	10,0	5,2	76,6	78,0
Grecia	31,5	41,5	109,9	32,0	11,7	215,7(3)	244,6
Spagna	–	–	39,5	1,9	–	41,3	41,3
Cipro	–	–	–	4,9	1,3	6,1	10,0
<b>Totale</b>	<b>31,5</b>	<b>110,2</b>	<b>197,9</b>	<b>59,7</b>	<b>18,9</b>	<b>407,3</b>	<b>441,4</b>

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

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali e alla fluttuazione dei tassi di cambio tra la valuta di erogazione del prestito e l'euro. – (2) Dati aggiornati al 15 maggio 2015. – (3) Il dato tiene conto della restituzione all'EFSF, a febbraio 2015, di fondi stanziati e non utilizzati (10,9 miliardi). Tali risorse potranno essere utilizzate dalla Grecia fino al completamento del programma per interventi a supporto del sistema bancario, su richiesta della BCE o del Meccanismo di vigilanza unico.

I programmi per Irlanda, Portogallo e Spagna sono conclusi; complessivamente ai tre paesi sono stati concessi prestiti per un ammontare pari rispettivamente a circa il 36, il 44 e il 4 per cento del proprio PIL del 2014. L'Irlanda ha ricevuto un'ultima quota di aiuti nel marzo 2014. La Spagna ha iniziato in anticipo rispetto a quanto concordato, nel luglio 2014, il rimborso dei prestiti. Il Portogallo ha richiesto la chiusura del suo programma nel maggio 2014, rinunciando all'ultima tranche di aiuti previsti.

La Commissione europea, d'intesa con la BCE, effettua la sorveglianza post-programma sui tre paesi fino al rimborso di almeno il 75 per cento dei prestiti da parte di paesi e di istituzioni europee. Inoltre lo European Stability Mechanism (ESM)

<sup>7</sup> La parte preventiva del Patto di stabilità e crescita richiede un miglioramento del saldo strutturale pari a 0,5 punti percentuali, come valore di riferimento per i paesi che non abbiano raggiunto il proprio obiettivo di medio termine. La correzione è poi modulata sulla base della congiuntura economica di ogni paese e dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto.

<sup>8</sup> Tale regola prevede che la differenza fra il peso del debito sul prodotto e la soglia del 60 per cento si riduca in media di un ventesimo l'anno in un triennio. Specifici vincoli definiti in termini di variazione del saldo strutturale sono previsti per un periodo transitorio di tre anni per i paesi che nel 2011 erano soggetti alla Procedura.

monitora eventuali rischi di inadempienza fino al completo rimborso degli aiuti erogati dallo European Financial Stability Facility (EFSF) o dall'ESM.

Il programma per Cipro dovrebbe concludersi nel 2016. Nel 2014 sono stati erogati 1,3 miliardi; sono stati finora concessi prestiti per 6,1 miliardi, pari al 35 per cento del PIL del 2014 a fronte di un impegno complessivo di circa 10 miliardi.

L'incertezza sull'esito delle trattative in corso sul programma di assistenza alla Grecia rimane elevata nonostante l'apprezzamento espresso dall'Eurogruppo dello scorso 11 maggio sulla disponibilità del governo greco ad accelerare i negoziati. Relativamente alla quota finanziata dalle istituzioni europee, il programma si sarebbe dovuto concludere nel 2014. Su richiesta del governo greco, lo scorso febbraio è stata concessa una proroga fino al 30 giugno per la realizzazione delle misure previste dal programma, cui è subordinata la disponibilità degli ulteriori finanziamenti; un'estensione di due mesi era già stata accordata in dicembre. Al ritardo nella definizione e nell'attuazione delle riforme, da concordare con le istituzioni, hanno contribuito le elezioni politiche di fine gennaio e il conseguente cambio di governo. L'erogazione dell'ultima quota di aiuti da parte dell'EFSF e il trasferimento dei profitti sui titoli greci realizzati dall'Eurosistema nel 2014 nell'ambito del Securities Markets Programme sono condizionati all'esito positivo dei negoziati. Complessivamente la Grecia ha finora ricevuto aiuti per circa il 120 per cento del PIL del 2014.

### *La governance europea*

Vi sono stati ulteriori cambiamenti nell'assetto della governance economica europea. Sulla base delle indicazioni fornite nel Rapporto annuale sulla crescita del novembre del 2014<sup>9</sup>, nell'ambito del semestre europeo, la Commissione europea ha pubblicato le sue valutazioni sulle politiche di bilancio e sugli squilibri macroeconomici (cfr. il riquadro: *Gli squilibri macroeconomici nell'Unione europea*) per la prima volta congiuntamente e in anticipo rispetto al passato. Lo scorso gennaio la Commissione europea ha fornito una guida interpretativa dei margini di flessibilità previsti dal Patto per conciliare la sostenibilità delle finanze pubbliche con la necessità di sostenere l'economia<sup>10</sup>. In particolare sono state chiarite le modalità con cui tenere conto – nel valutare il rispetto delle regole – delle condizioni cicliche dei paesi, degli shock macroeconomici che investono l'area e degli sforzi compiuti o programmati per promuovere la crescita attraverso l'attuazione di riforme mirate o il finanziamento di specifici progetti di investimento (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2015).

#### **GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI NELL'UNIONE EUROPEA**

La recente crisi ha indotto l'adozione di numerose riforme della governance europea, inclusi nuovi meccanismi di sorveglianza multilaterale<sup>1</sup>. Tra questi, nel 2010 è

<sup>1</sup> D. Franco e F. Zollino, *Macroeconomic imbalances in Europe: institutional progress and the challenges that remain*, "Applied Economics", 46, 6, 2014, pp. 589-602.

<sup>9</sup> Commissione europea, *Analisi annuale della crescita 2015*, COM(2014) 902 final, 2014.

<sup>10</sup> Commissione europea, *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita*, COM(2015) 12 final, 2015.



stata introdotta una procedura a frequenza annuale per la sorveglianza degli squilibri macroeconomici (Macroeconomic Imbalances Procedure, MIP). Sulla base di un insieme di indicatori, raccolti in uno *scoreboard*, si identificano i paesi da sottoporre a un'analisi più accurata, per ciascuno dei quali viene prodotto un rapporto approfondito (In-Depth Review, IDR) allo scopo di identificare eventuali misure di correzione da indirizzare ai governi (Country Specific Recommendations, CSR). Nell'elaborare il proprio programma nazionale di riforma (PNR), da aggiornare ogni anno, ciascun paese deve tener conto della MIP e delle eventuali CSR. L'azione governativa in risposta a queste ultime è oggetto di valutazione nell'anno successivo, con possibili sanzioni in caso di reiterata inadeguatezza degli interventi.

I giudizi su ciascun paese si articolano su cinque livelli, dall'assenza di squilibri (livello 1) alla presenza di squilibri eccessivi che richiedono rilevanti interventi di policy e un monitoraggio specifico (livello 5). Lo scorso marzo la Commissione ha diffuso le IDR dei 16 paesi ritenuti più esposti a vulnerabilità macroeconomica. Come nel 2014 l'Italia, insieme a Bulgaria, Croazia, Francia e Portogallo, è tra i paesi con squilibri ritenuti eccessivi (livello 5). Secondo la Commissione le principali fonti di rischio sono rappresentate dall'elevato debito pubblico e dalla perdita di competitività; sulla base di indicatori differenti, tuttavia, quest'ultima risulterebbe più contenuta (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). L>IDR apprezza la riduzione del cuneo fiscale, le riforme del mercato del lavoro, della scuola e della governance delle banche popolari e le proposte del Governo in materia di concorrenza; lamenta invece le incertezze nell'attuazione della spending review, i ritardi nel programma di privatizzazioni, i limitati progressi nell'efficienza della tassazione e della Pubblica amministrazione. Su questi aspetti si incentrano le CSR proposte dalla Commissione per il 2015, in aggiunta all'urgenza di favorire una riduzione dei crediti deteriorati e rafforzare le politiche attive del mercato del lavoro.

Gli squilibri eccessivi della Francia (livello 5) discendono dal peggioramento del saldo commerciale e della competitività, in un contesto di elevato debito pubblico e insufficienti interventi di risanamento del bilancio. Alla Spagna, scesa al livello 4, la Commissione riconosce i progressi realizzati con le riforme in materia fiscale, della Pubblica amministrazione e del sistema bancario; tuttavia l'elevato indebitamento (pubblico, privato e con l'estero) e il tasso di disoccupazione rimangono importanti fattori di vulnerabilità. Per la prima volta la Germania è stata collocata tra i paesi che richiedono rilevanti interventi di policy e monitoraggio (livello 3), per via dell'ampio e persistente avanzo corrente e del basso livello degli investimenti. La Commissione ha giudicato insufficienti gli sforzi a sostegno degli investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione e ricerca e i progressi nell'efficienza del sistema fiscale. L'inserimento della Germania tra i paesi con squilibri è giustificato anche dalle potenziali ricadute negative sul resto della UE derivanti dall'ampio divario negativo tra investimenti e risparmi nazionali in un'economia di grandi dimensioni.

È proseguita la riflessione sui temi sollevati nel Rapporto *Verso un'autentica unione economica e monetaria* del 2012; vi ha contribuito la nota presentata lo scorso febbraio dal Presidente della Commissione europea, di concerto con i Presidenti del Consiglio europeo, dell'Eurogruppo e della BCE. Il dibattito riguarda anche la possibilità di creare una *fiscal capacity*, ossia un'autonoma capacità di reperire risorse per l'area dell'euro volta alla stabilizzazione macroeconomica e al finanziamento delle riforme. La *fiscal capacity* può

essere realizzata secondo meccanismi alternativi; sono state avanzate, fra l'altro, proposte riguardanti il sostegno alla disoccupazione (cfr. il riquadro: *Uno schema di assicurazione contro la disoccupazione nell'area dell'euro*) e una parziale centralizzazione dei sistemi pensionistici<sup>11</sup>. La *fiscal capacity* può rappresentare un primo passo verso una vera e propria Unione di bilancio. Per realizzare tale Unione si renderebbe necessario il rafforzamento dell'assetto istituzionale, investendo un'autorità di bilancio unica di poteri di tassazione e di indebitamento e assicurando un'adeguata legittimazione democratica del processo decisionale comune, anche attraverso una parziale cessione della sovranità nazionale.

#### UNO SCHEMA DI ASSICURAZIONE CONTRO LA DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Un recente lavoro<sup>1</sup> esamina gli effetti di un meccanismo che, per stabilizzare il ciclo economico, fornisca trasferimenti commisurati alla spesa che ciascun paese dovrebbe sostenere per finanziare un sussidio di disoccupazione nozionale con caratteristiche minime comuni a tutta l'area. Gli schemi assicurativi nazionali rimarrebbero in vigore, nel rispetto del principio di sussidiarietà. Le aliquote di finanziamento del fondo potrebbero variare fra Stati membri, in modo da eguagliare i fondi ricevuti ai contributi versati, per ciascun paese, in un orizzonte pluriennale. Una maggiore condivisione del rischio si otterrebbe con un'aliquota unica per tutta l'area, che comporterebbe una redistribuzione di risorse tra paesi. Il meccanismo, che opererebbe in maniera non discrezionale, accrescerebbe le possibilità di stabilizzare il ciclo economico, introducendo un elemento di assicurazione tra paesi, previsto attualmente solo per i casi estremi in cui sia necessaria l'assistenza finanziaria.

Il lavoro valuta il grado di stabilizzazione offerto dal meccanismo sulla base di ipotesi alternative circa il suo finanziamento e dei moltiplicatori utilizzati dalla Commissione europea negli esercizi previsivi. Ipotizzando per ciascun paese aliquote tali da non determinare alcuna redistribuzione di risorse nel medio termine, il meccanismo avrebbe permesso nel periodo 2002-2012 un livello di stabilizzazione del ciclo economico pari a circa un settimo di quanto già consentito dalla correzione per il ciclo del saldo di bilancio prevista dalle regole europee. L'entità della stabilizzazione raddoppierebbe in presenza di un'aliquota comune a tutta l'area, comportando un trasferimento tra Stati molto limitato: il paese maggior contribuente finanzierebbe il fondo con un esborso inferiore allo 0,1 per cento del proprio PIL; in questo caso il fondo avrebbe trasferito risorse nette soprattutto a favore della Spagna e del Portogallo. Essendo proporzionati a un virtuale sussidio di disoccupazione, i flussi finanziari seguirebbero l'andamento delle cessazioni involontarie di lavoro dipendente. Per questa ragione l'Italia, caratterizzata da una maggiore incidenza di lavoro autonomo e disoccupazione di lunga durata, sarebbe tra i principali finanziatori netti, insieme con Francia e Germania. La direzione dei flussi finanziari dipende, peraltro, dal periodo di simulazione considerato. Ad esempio, l'Italia sarebbe risultata un beneficiario netto negli anni 2009-2010, la Germania nel quinquennio precedente la Grande recessione.

<sup>1</sup> A. Brandolini, F. Carta e F. D'Amuri, *A feasible unemployment-based shock absorber for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 254, 2014.

<sup>11</sup> F. Balassone, S. Momigliano, M. Romanelli e P. Tommasino, *Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the euro area*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 245, 2014.



## 4. LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

A fronte della debole attività economica, della crescita contenuta di moneta e credito e dei livelli eccezionalmente bassi raggiunti dall'inflazione, sia effettiva sia attesa, nel 2014 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ridotto i tassi ufficiali fino al limite inferiore effettivo, oltre al quale non valuta più possibili ulteriori tagli; ha attuato operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per stimolare l'offerta di credito; ha dato avvio all'acquisto di titoli privati.

Lo scorso gennaio, in un contesto di ulteriore peggioramento delle prospettive per i prezzi, il Consiglio ha valutato lo stimolo monetario ancora insufficiente e ha deciso di estendere gli acquisti ai titoli pubblici. Il programma complessivo prevede interventi per 60 miliardi di euro al mese almeno sino alla fine di settembre del 2016, e comunque fino a quando non si verifichi un aggiustamento duraturo dell'inflazione coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Le decisioni del Consiglio si sono basate sulla crescente evidenza che l'andamento della domanda aggregata abbia contribuito in misura significativa al calo dell'inflazione, sulla particolare rilevanza dei rischi di disancoraggio delle aspettative e sulla consapevolezza che i costi della deflazione sarebbero elevati. È essenziale che le misure adottate siano portate avanti con determinazione e pienamente attuate.

Gli effetti delle decisioni del Consiglio sui mercati finanziari sono stati ampi. Quelli connessi con il programma di acquisto di titoli pubblici si sono in buona parte realizzati già dal novembre 2014, quando il Consiglio aveva annunciato l'avvio dei lavori preparatori alla sua adozione; in prospettiva la crescita e l'inflazione possono trarne un impulso significativo.

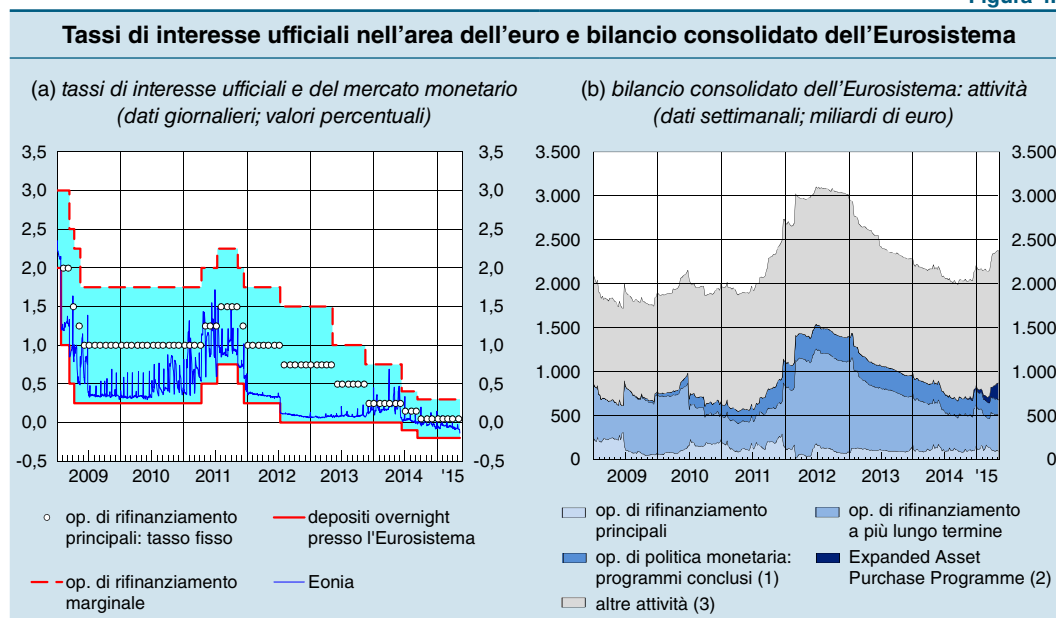
### *L'azione di politica monetaria*

Nella prima parte del 2014 la debolezza dell'attività economica e degli andamenti di moneta e credito nell'area dell'euro si è accompagnata a un rallentamento dei prezzi superiore alle attese e diffuso tra le componenti dell'indice e i paesi dell'area; le aspettative di inflazione a medio termine si sono mantenute ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro* e il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). In giugno e in settembre il Consiglio ha tagliato i tassi ufficiali e ha adottato misure volte a favorire il credito e la crescita attraverso l'ampliamento del bilancio dell'Eurosistema (fig. 4.1).

Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema sono stati ridotti rispettivamente allo 0,05 e a -0,20 per cento. La

decisione di portare per la prima volta il tasso sui depositi a un livello negativo – insieme alla sospensione delle operazioni di sterilizzazione dei fondi immessi con il Securities Markets Programme (SMP) – ha favorito la circolazione della liquidità tra paesi (cfr. il riquadro: *L'andamento della liquidità in seguito alle decisioni di politica monetaria del giugno 2014*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014).

Figura 4.1



Nel mese di giugno il Consiglio ha deciso l'attuazione di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine per fornire agli istituti di credito liquidità a un costo vantaggioso, condizionata all'espansione del credito a imprese e famiglie (cfr. il riquadro: *Le misure di politica monetaria adottate a giugno del 2014*, in *Bollettino economico*, 3, 2014); in settembre ha introdotto programmi di acquisto di titoli privati (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*). Tali decisioni si sono trasmesse alle condizioni dei mercati finanziari, favorendo la riduzione del costo del credito e il deprezzamento dell'euro.

Tuttavia nell'ultima parte del 2014 le prospettive per la dinamica dei prezzi sono peggiorate; l'inflazione è scesa su valori negativi, quella attesa si è attestata su livelli inferiori alla definizione di stabilità dei prezzi anche sugli orizzonti di lungo periodo (cfr. il riquadro: *I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato*). Lo scorso gennaio il Consiglio, ritenendo insufficiente lo stimolo monetario conseguito, ha ampliato il programma di acquisto, includendovi anche i titoli pubblici emessi dai paesi membri (e da alcune agenzie pubbliche e istituzioni europee; cfr. il riquadro: *Il programma di acquisto di titoli*). Restano in capo alle singole banche centrali nazionali i rischi connessi con eventuali perdite sui titoli di Stato da esse acquistati. La scelta tiene conto della preoccupazione di alcuni membri del Consiglio che, nell'attuale assetto istituzionale, si sarebbero potuti determinare trasferimenti di risorse tra paesi in assenza di una deliberazione degli organi a ciò legittimati. Non viene tuttavia ostacolata l'efficacia del programma, che dipende dall'entità e dai tempi degli interventi.

## IL PROGRAMMA DI ACQUISTO DI TITOLI

Gli interventi nell'ambito del programma di acquisto di titoli pubblici e privati (Expanded Asset Purchase Programme) ammontano a 60 miliardi di euro al mese; il programma, avviato a marzo del 2015, proseguirà almeno fino a settembre del 2016 e comunque fino a quando le prospettive di inflazione nell'area non saranno riportate durevolmente in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. La Banca d'Italia acquisterà titoli di Stato italiani per un ammontare pari a circa 130 miliardi di euro, che arriveranno a 150 miliardi includendo le operazioni della BCE<sup>1</sup>.

Gli effetti positivi di questa misura hanno iniziato a manifestarsi già dallo scorso novembre, quando il Consiglio ha annunciato l'avvio dei lavori preparatori: i rendimenti sui titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro si sono ridotti, l'euro si è deprezzato, le aspettative di inflazione, in progressiva diminuzione dall'inizio del 2013, dallo scorso gennaio hanno invertito la loro tendenza (cfr. il riquadro: *L'impatto macroeconomico per l'Italia del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema*, in *Bollettino economico*, 2, 2015).

Il programma può imprimere un impulso alla crescita e ai prezzi nell'area; quello potenziale sull'economia italiana attraverso l'effetto sui tassi di interesse e sul cambio è stato valutato in 1,4 punti percentuali di PIL nel biennio 2015-16 e in poco più di mezzo punto di inflazione in ciascun anno. Ulteriori effetti potrebbero manifestarsi attraverso il riequilibrio dei portafogli, l'aumento della ricchezza e il sostegno della fiducia e delle aspettative di inflazione<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cfr. la [nota di approfondimento](#) sul programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema sul sito della Banca d'Italia.

<sup>2</sup> P. Cova e G. Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 270, 2015.

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

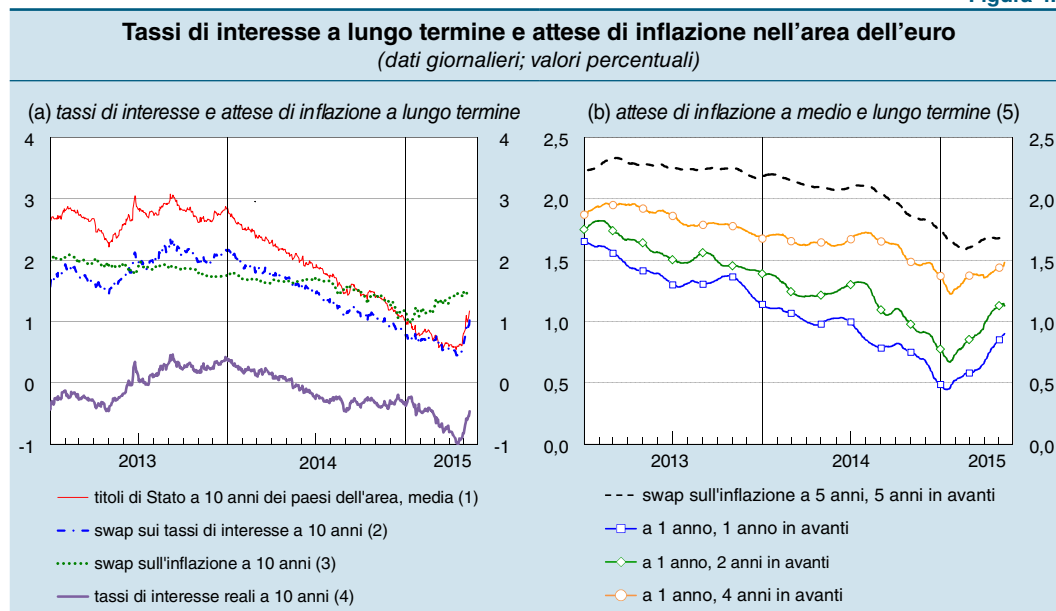
Per effetto delle riduzioni dei tassi ufficiali e dell'aumento della liquidità connesso con l'ampliamento del programma di acquisto, il tasso overnight (Eonia) e quello a tre mesi (Euribor) si sono ridotti appena sotto allo zero. Al valore negativo, seppure modesto, dei tassi di interesse non si sono accompagnati malfunzionamenti di mercato né riaggiustamenti di portafogli a favore del circolante.

I tassi di interesse nominali a lungo termine sono progressivamente diminuiti nel 2014 e all'inizio del 2015. Dalla seconda metà dello scorso aprile sono parzialmente risaliti, anche a seguito di un lieve rialzo delle attese di inflazione (cfr. il paragrafo: *I mercati finanziari* del capitolo 3); alla metà di maggio di quest'anno i tassi di interesse nominali misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni e i rendimenti sui titoli di Stato di pari durata si collocavano, rispettivamente, all'1,0 per cento (da 2,2 all'inizio del 2014; fig. 4.2.a) e all'1,2 per cento (da 2,8) nella media dei principali paesi dell'area.

La caduta delle aspettative di inflazione si è accentuata nella seconda parte del 2014 (fig. 4.2.b); anche quelle a più lungo termine si sono portate ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi. All'inizio del 2015 le attese a un anno implicite negli

inflation swap, che includono anche un premio per il rischio, erano pari circa allo 0,5 per cento sull'orizzonte a un anno; quelle a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni in avanti erano scese su livelli prossimi all'1,5 per cento (cfr. il riquadro: *I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato*). Anche i sondaggi effettuati da Consensus Economics e la *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE hanno segnalato una riduzione delle aspettative di inflazione a medio e a lungo termine nel corso del 2014. Dopo l'annuncio del programma ampliato di acquisto di titoli, il calo delle attese di inflazione si è arrestato e ha preso avvio una graduale ripresa.

Figura 4.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg e Thomson Reuters Datastream.

(1) Media dei rendimenti dei titoli benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2014. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro a 10 anni. – (3) Tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 10 anni. – (4) Tasso fisso nei contratti swap di interesse a 10 anni deflazionato con il tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione a 10 anni. – (5) Tassi fissi impliciti nei contratti swap sull'inflazione; media mobile a 30 giorni.

## I RISCHI DI UN'INFLAZIONE TROPPO BASSA PER UN PERIODO PROLUNGATO

Le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE si sono basate sulla crescente evidenza che l'andamento della domanda aggregata abbia contribuito in maniera significativa al calo dell'inflazione, sulla particolare rilevanza dei rischi di disancoraggio delle aspettative e sulla consapevolezza che i costi della deflazione o di un'inflazione persistentemente bassa sarebbero elevati. Le analisi condotte dalla Banca d'Italia hanno contribuito a queste conclusioni.

Analisi empiriche di scomposizione storica dell'andamento dei prezzi con modelli autoregressivi vettoriali mostrano che la prolungata caduta dell'attività economica ha contribuito in misura rilevante alla progressiva riduzione dell'inflazione nell'ultimo biennio. La flessione dei prezzi dei prodotti petroliferi ha inoltre esercitato effetti indiretti sull'inflazione di fondo più ampi di quelli osservati durante la crisi finanziaria nel biennio 2008-09<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> A. Conti, S. Neri e A. Nobili, *Why is inflation so low in the euro area?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Il rischio di un disancoraggio delle aspettative di inflazione dalla definizione di stabilità dei prezzi è apparso particolarmente rilevante. L'evidenza empirica suggerisce che gli shock negativi all'inflazione sono persistenti<sup>2</sup>. Inoltre, quando l'inflazione rimane per un periodo prolungato al di sotto o al di sopra dell'obiettivo, il rischio è reso più acuto dal possibile comportamento adattivo seguito dagli operatori economici per rivedere le attese sugli andamenti futuri dell'inflazione, che tiene conto delle sorprese registrate in passato<sup>3</sup>.

Gli strumenti finanziari (come gli swap sull'inflazione) forniscono informazioni tempestive per misurare le aspettative di inflazione e quindi valutare il rischio di un loro disancoraggio, anche se è stato argomentato che la sua quantificazione sulla base delle informazioni desunte dagli strumenti finanziari può essere distorta dalla presenza di premi per il rischio variabili. Le analisi condotte dalla Banca d'Italia confermano tuttavia che, anche tenendo conto di tali premi, nel 2014 le attese di inflazione a medio e a lungo termine si sono allontanate dalla definizione di stabilità dei prezzi<sup>4</sup>. Ulteriori segnali nella stessa direzione emergono dall'osservazione che a variazioni al ribasso delle attese di inflazione a breve termine si sono associati, diversamente dal passato, analoghi mutamenti di quelle a medio e a lungo termine<sup>5</sup>.

È stato anche sostenuto che, in passato, a periodi di crescita negativa dei prezzi non si sono necessariamente accompagnati costi economici rilevanti. Questa tesi tuttavia non sembra sufficientemente robusta quando: (a) le aspettative di inflazione perdono il loro ancoraggio, avviando una spirale deflazionistica; (b) i tassi di interesse nominali sono al loro limite inferiore; (c) i livelli di debito pubblico o privato sono elevati. Quando i prezzi scendono sotto il livello previsto al momento in cui il debito è stato contratto e i tassi di interesse nominali non possono diminuire, il costo del servizio del debito in termini reali aumenta, rendendo più stringenti i vincoli finanziari per le famiglie, le imprese e l'operatore pubblico<sup>6</sup>.

Simulazioni condotte con un modello macroeconomico appaiono confermare questa conclusione. In caso di shock all'offerta aggregata che causa una riduzione dei prezzi (quale una flessione dei prezzi dell'energia), se i tassi nominali non possono scendere e l'indebitamento è elevato, il tasso di interesse reale e il costo del servizio del debito aumentano; ne possono risultare un'amplificazione del calo dell'inflazione e una significativa contrazione della domanda aggregata<sup>7</sup>.

<sup>2</sup> F. Busetti, M. Caivano e L. Rodano, *On the conditional distribution of euro area inflation forecasts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> F. Busetti, G. Ferrero, A. Gerali e A. Locarno, *Deflationary shocks and de-anchoring of inflation expectations*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 252, 2014.

<sup>4</sup> M. Casiraghi e M. Miccoli, *Risk-adjusted forecasts of inflation*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

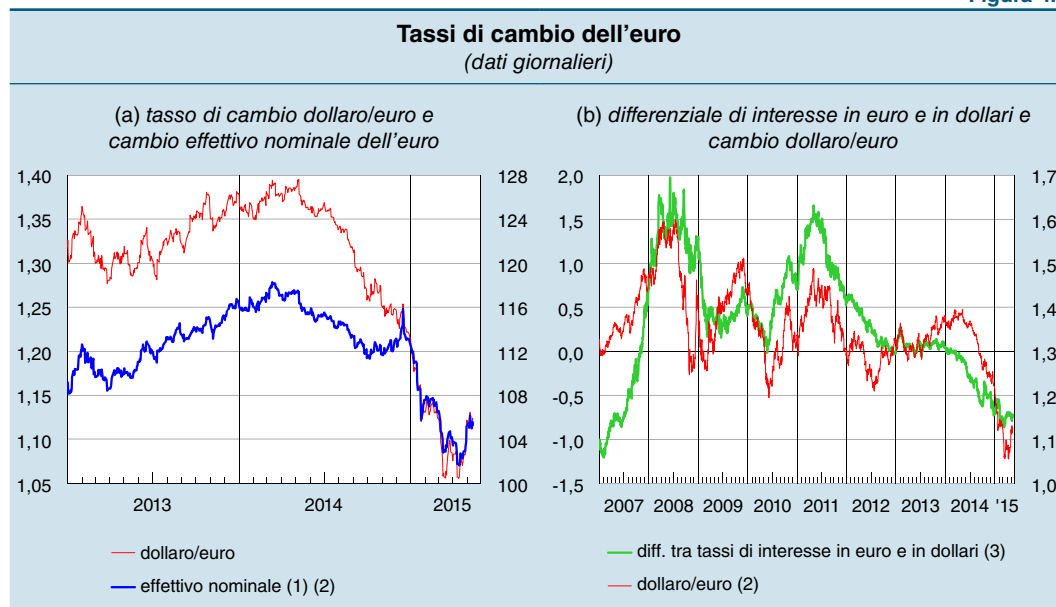
<sup>5</sup> S. Cecchetti, F. Natoli e L. Sigalotti, *Tail comovement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> M. Casiraghi e G. Ferrero, *Is deflation good or bad? Just mind the inflation gap*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 268, 2015.

<sup>7</sup> S. Neri e A. Notarpietro, *Inflation, debt and the zero lower bound*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 242, 2014.

L'euro si è progressivamente indebolito dalla metà dello scorso anno, riflettendo le misure accomodanti adottate dal Consiglio e l'avvio di una graduale normalizzazione delle condizioni monetarie in altri paesi avanzati (fig. 4.3). Fra l'inizio di giugno del 2014 e la metà di maggio di quest'anno, il deprezzamento in termini nominali effettivi è stato del 9 per cento; quello nei confronti del dollaro statunitense del 18 per cento.

Figura 4.3



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento. – (2) Scala di destra. – (3) Differenziale tra il tasso fisso nei contratti swap di interesse in euro e in dollari a 2 anni; valori percentuali.

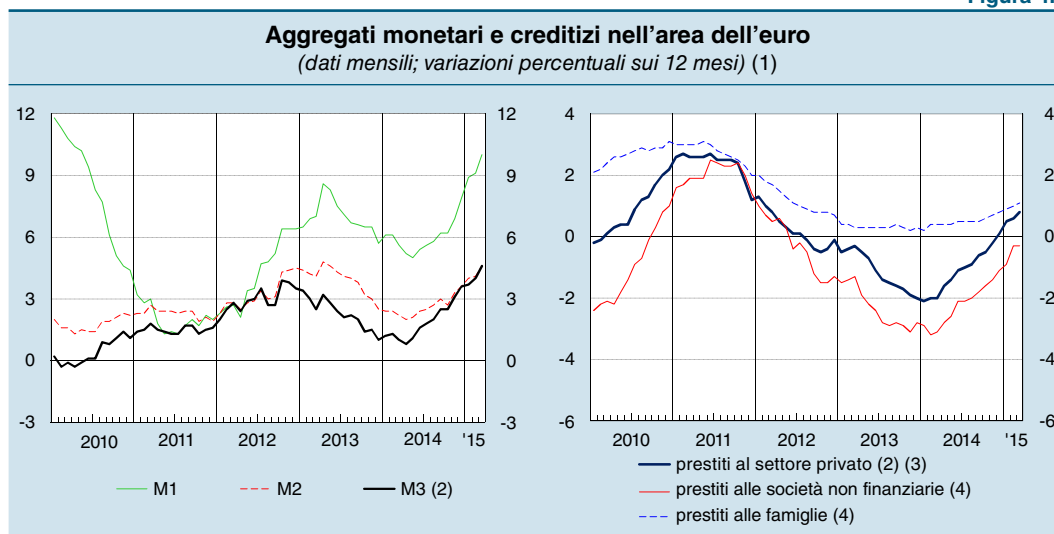
### La moneta e il credito

Riflettendo la ricomposizione dei portafogli verso le attività più liquide, connessa con l'appiattimento della struttura a termine dei tassi di interesse, nel 2014 e nei primi mesi del 2015 la crescita della moneta M3 è aumentata (4,6 per cento sui dodici mesi terminanti in marzo; fig. 4.4).

La flessione dei prestiti bancari al settore privato si è attenuata nel 2014, arrestandosi in dicembre; lo scorso marzo la crescita era salita allo 0,8 per cento sui dodici mesi. A tale andamento hanno contribuito sia la minore contrazione dei prestiti alle società non finanziarie, sia la lieve accelerazione di quelli alle famiglie.

Dalla fine del 2013 il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e quello dei nuovi mutui alle famiglie si sono ridotti di poco meno di un punto percentuale, attestandosi rispettivamente al 2,0 e al 2,3 per cento lo scorso marzo.

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), l'andamento dei prestiti nel corso del 2014 e nel primo trimestre di quest'anno ha beneficiato di un graduale allentamento dei criteri di offerta. Sulla base dei risultati della *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*, il miglioramento dell'accesso al credito si è concentrato fra le imprese di dimensioni medie e grandi, a fronte di condizioni che si sono mantenute difficili per le aziende più piccole.



Fonte: BCE.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) A partire da giugno 2010 i dati non includono i pronti contro termine con le controparti centrali. – (3) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni. Il settore privato è costituito da famiglie, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, società non finanziarie, imprese di assicurazione e fondi pensione, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle IFM, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

### Le operazioni di politica monetaria

Nel 2014 l'Eurosistema ha continuato a offrire liquidità alle banche attraverso aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle a più lungo termine a tre mesi. Lo scorso giugno il Consiglio ha deciso che tale regime sarà in vigore almeno fino a dicembre del 2016.

Nella prima parte dello scorso anno l'eccesso di liquidità è diminuito, pur mantenendosi ampio. Con il ridursi della frammentazione dei mercati lungo confini nazionali le banche si sono largamente avvalse dell'opzione di restituzione anticipata dei fondi ottenuti nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella *Relazione annuale* sul 2011). Dal settembre scorso la liquidità rimborsata è stata in buona parte compensata da quella ottenuta con le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine; nelle tre aste sinora condotte le controparti hanno ottenuto fondi per complessivi 310 miliardi di euro (di cui circa 90 assegnati a quelle della Banca d'Italia).

Attraverso i programmi di acquisto di ABS e di obbligazioni bancarie garantite alla fine dello scorso aprile erano state acquistate attività finanziarie per un ammontare pari a circa 6 e 75 miliardi di euro, rispettivamente.

Nell'ambito del piano ampliato di acquisto di titoli avviato lo scorso marzo, che include anche quelli pubblici (Public Sector Purchase Programme, PSPP), alla fine di aprile erano stati effettuati acquisti per un ammontare pari a 120 miliardi di euro (di cui 95 di titoli pubblici, dei quali circa 15 italiani), in linea con l'obiettivo di 60 miliardi al mese. Alla stessa data la durata residua media del portafoglio PSPP e quella del comparto composto da titoli di Stato italiani erano pari a poco più di otto anni. Al fine di preservare la liquidità e la funzionalità dei mercati, le banche centrali nazionali renderanno disponibili le obbligazioni incluse in questo portafoglio mediante operazioni di prestito titoli.

# **L'ECONOMIA ITALIANA**





## 5. IL QUADRO DI INSIEME

Nel corso del 2014 la prolungata flessione del PIL si è attenuata, sino ad annullarsi negli ultimi tre mesi. Nella media dell'anno l'attività è diminuita dello 0,4 per cento, con una perdita cumulata dall'avvio della crisi di poco inferiore a nove punti percentuali. Primi segnali di ripresa della domanda interna sono emersi alla fine dell'anno; si sono confermati nel primo trimestre del 2015, sostenendo la dinamica del PIL, che è tornata positiva per la prima volta da quasi un biennio.

Il principale freno alla crescita nel 2014 è derivato dalla diminuzione dell'accumulazione di capitale (tav. 5.1). La spesa delle famiglie ha proseguito il lento recupero in atto dalla metà del 2013; vi hanno contribuito da un lato la stabilizzazione del potere d'acquisto, favorita anche dalle misure di sostegno per i redditi da lavoro medio-bassi in vigore dallo scorso maggio, e dall'altro il miglioramento della fiducia sulle prospettive economiche del paese. Le esportazioni hanno registrato un deciso rialzo, sospinte dalla crescita della domanda potenziale rivolta alle nostre imprese e dai guadagni di competitività di prezzo.

Tavola 5.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2014 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2013			2014		
		Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)	Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)
		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori	
<b>Risorse</b>							
PIL	–	-1,7	1,4	–	-0,4	0,8	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	27,1	-2,3	-1,9	0,6	1,8	-2,5	-0,5
di cui: <i>beni</i>	21,8	-2,6	-2,3	0,6	1,7	-3,3	-0,4
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	97,4	-2,5	0,8	-2,5	-0,7	0,3	-0,7
Spesa delle famiglie residenti (2)	61,2	-2,8	1,1	-1,7	0,3	0,2	0,2
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	19,5	-0,3	0,2	..	-0,9	0,6	-0,2
Investimenti fissi lordi	16,9	-5,8	0,5	-1,1	-3,3	0,1	-0,6
<i>impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate</i>	5,7	-5,5	0,1	-0,3	-2,5	-0,1	-0,1
<i>prodotti di proprietà intellettuale</i>	2,6	-1,7	0,6	..	0,3	1,1	..
<i>costruzioni</i>	8,7	-7,2	0,8	-0,7	-4,9	-0,1	-0,4
Variazione delle scorte (3)	–	–	–	0,4	–	–	-0,1
Esportazioni di beni fob e servizi (4)	29,7	0,5	0,1	0,1	2,7	-0,3	0,8
di cui: <i>beni</i>	24,2	0,7	-0,2	0,2	2,5	-0,4	0,6
Domanda estera netta	–	–	–	0,8	–	–	0,3

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (2) Include anche le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Include gli oggetti di valore. – (4) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

Nell'ottobre dello scorso anno l'Istat ha rivisto i conti nazionali in conformità ai nuovi standard del SEC 2010, recependo nel contempo gli accordi comunitari che prevedono anche l'inclusione nel valore aggiunto di alcune attività illegali. Ne è derivata una revisione al rialzo del livello del PIL per circa quattro punti percentuali. Gli investimenti fissi lordi risultano ora superiori di quasi sette punti rispetto alle precedenti stime, soprattutto per la capitalizzazione delle spese in ricerca e sviluppo.

La formazione di risparmio nel complesso dell'economia, misurata in rapporto al reddito nazionale lordo, è risultata pari al 18,8 per cento (tav. 5.2), solo marginalmente superiore rispetto all'anno precedente; ciò è avvenuto a fronte di un ampliamento del saldo positivo delle operazioni correnti con l'estero, salito al 2 per cento del reddito nazionale lordo (nel 2010 era negativo per il 3,5), e della diminuzione degli investimenti, scesi al 17 per cento quasi esclusivamente per la componente privata.

Tavola 5.2

Risparmio e investimenti lordi in Italia (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)								
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2010	2011	2012	2013	2014
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,7	-0,5	-0,4	0,6	0,1	0,1
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,4	17,8	18,0	17,0	18,4	18,6
di cui: famiglie consumatrici (1)	20,0	14,0	7,8	5,7	5,4	4,6	5,9	5,6
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	20,0	17,3	17,6	17,7	18,5	18,8
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,3	20,8	20,8	18,1	17,5	16,7
<i>Per memoria:</i>								
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,3	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	2,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) Include le istituzioni sociali private senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Dopo due anni di flessione, nel 2014 l'impiego di lavoro è lievemente aumentato. Le imprese maggiori e più orientate alle esportazioni hanno accresciuto le ore lavorate; nel terziario si è quasi arrestata la diminuzione nel pubblico impiego. Il tasso di disoccupazione ha continuato a salire, al 12,7 per cento in media d'anno, riflettendo l'incremento della partecipazione al mercato del lavoro. La dinamica del costo del lavoro orario nel settore privato è rimasta moderata.

Vi è una significativa e crescente eterogeneità di performance tra imprese: quelle più innovative e propense all'export hanno aumentato le vendite più della media. Nell'aggregato pesano tuttavia una quota molto elevata di microimprese, la presenza di assetti organizzativi e manageriali spesso inadeguati e una struttura finanziaria con un limitato apporto di capitale di rischio: ne risulta ostacolata l'attività innovativa, fattore cruciale per la crescita, che in Italia è meno intensa rispetto ai principali paesi avanzati. Un contesto normativo e istituzionale ancora poco favorevole all'attività di impresa limita la capacità di riallocare le risorse verso utilizzi più produttivi.

Ha continuato ad ampliarsi il divario di crescita tra Mezzogiorno e Centro Nord, dove più elevata è la presenza di imprese esportatrici, che sono state in grado

di trarre vantaggio dall'incremento della domanda estera. Nella media del 2014 è proseguito in tutte le grandi aree geografiche il calo degli addetti nelle costruzioni, ma nel complesso il numero di occupati è aumentato al Centro Nord (0,8 per cento) mentre si è ulteriormente ridotto nel Mezzogiorno (-0,8). Il tasso di disoccupazione è cresciuto di 1,0 punti percentuali nel Mezzogiorno, contro 0,4 al Centro Nord, salendo rispettivamente al 20,7 e al 9,4 per cento; il divario ha raggiunto il valore più elevato dell'ultimo decennio.

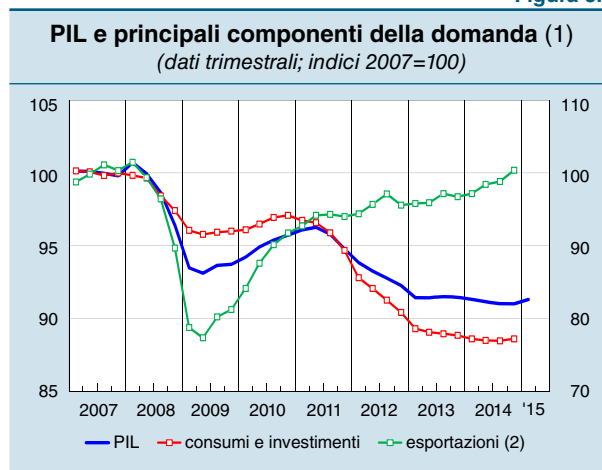
La restrizione operata dalla politica di bilancio si è attenuata, anche grazie ai margini di flessibilità previsti dalle regole europee. Nel 2014 l'indebitamento netto è rimasto sostanzialmente stabile, entro il limite del 3 per cento del PIL; è tuttavia diminuito l'avanzo di bilancio valutato al netto della spesa per interessi, anche tenendo conto degli effetti del ciclo economico. Per stimolare i consumi e redistribuire le risorse a vantaggio dei meno abbienti, il Governo ha ridotto il cuneo fiscale sui redditi da lavoro dipendente medio-bassi (finanziandolo in larga misura con tagli alla spesa ed entrate di natura temporanea, oltre che con inasprimenti delle imposte sulle attività finanziarie). Il rapporto tra il debito e il PIL è cresciuto di 3,6 punti percentuali, al 132,1 per cento, risentendo soprattutto della sostanziale invarianza del prodotto nominale; circa un terzo dell'incremento è dovuto ai pagamenti dei debiti commerciali pregressi delle Amministrazioni pubbliche e al sostegno finanziario a paesi dell'Unione economica e monetaria.

L'inflazione al consumo è scesa su valori molto bassi, allo 0,2 per cento nella media del 2014, risentendo della debole dinamica delle componenti di fondo, in connessione con ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, e del nuovo calo dei corsi petroliferi. Qualche primo segnale positivo sulle prospettive dei prezzi è emerso dalle inchieste svolte presso le imprese nei primi mesi di quest'anno, riflettendo prospettive di minore debolezza della domanda.

Dall'estate dello scorso anno il quadro macroeconomico ha mostrato segnali di miglioramento, favorito dal lento recupero dei consumi, privati e pubblici, e dal perdurante stimolo della domanda estera. Nel quarto trimestre la domanda nazionale, al netto della riduzione registrata dalle scorte, ha fornito un apporto positivo alla crescita per la prima volta da quasi un triennio (fig. 5.1). I segnali di ripresa sono proseguiti nei primi mesi del 2015, beneficiando del calo del prezzo del petrolio, delle migliori condizioni di finanziamento e del deprezzamento del cambio. Secondo le stime preliminari dell'Istat, nel primo trimestre il PIL è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, soprattutto sulla spinta del rialzo del valore aggiunto nella manifattura.

Indicazioni ancora più favorevoli derivano dal netto recupero della fiducia di famiglie e imprese,

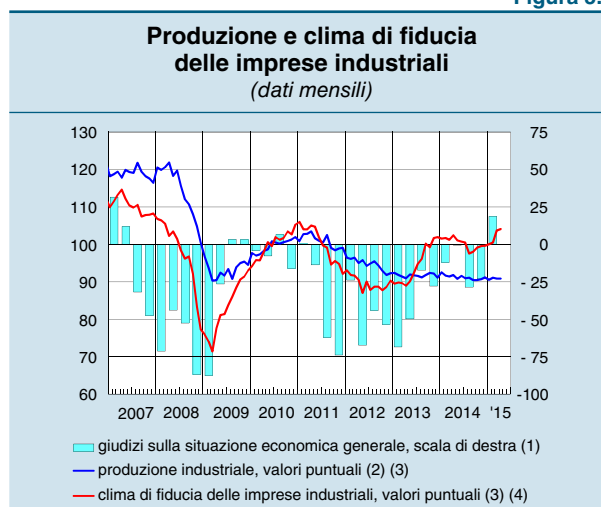
Figura 5.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.  
(1) Quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati e corretti per i giorni lavorativi. - (2) Scala di destra.

fondato soprattutto su valutazioni via via più positive circa le prospettive dell'economia in generale, che trovano in parte sostegno nelle condizioni particolarmente distese della politica monetaria. L'indicatore Ita-coin, che coglie le condizioni di fondo dell'economia italiana, in aprile è di nuovo aumentato, pur restando su valori ancora lievemente negativi. Un fattore di rischio nell'interpretare queste informazioni resta il divario tra gli indicatori qualitativi e quelli quantitativi finora disponibili (fig. 5.2), che potrebbe riflettere un aggiustamento graduale dell'attività, ma anche, come già avvenuto tra la metà del 2013 e l'estate del 2014, una revisione al ribasso dei livelli di produzione considerati "normali" da parte delle imprese<sup>1</sup>.

Figura 5.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Tema e Banca d'Italia.  
 (1) Saldo in punti percentuali tra le risposte "migliori" e "peggiori" al quesito sulle condizioni economiche generali nell'Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015, condotta trimestralmente dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* e pubblicata in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 18, 2015; dati riferiti alle sole imprese industriali. – (2) Produzione industriale destagionalizzata e corretta per i giorni lavorativi; il dato per aprile 2015 è stimato. – (3) Indice 2010=100. – (4) A giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli precedenti.

La ripresa dell'attività economica potrebbe intensificarsi nel corso di quest'anno e soprattutto nel prossimo sulla spinta di un graduale recupero degli investimenti, in linea con le indicazioni raccolte presso le imprese, e dei consumi, favoriti dalle prospettive di miglioramento del mercato del lavoro e dalle misure di sostegno dei redditi da lavoro più bassi, rese ora permanenti. La ripresa avrebbe natura soprattutto ciclica, traendo ancora giovamento dagli effetti sui tassi di interesse e sul cambio del programma di acquisti di titoli pubblici avviato dal Consiglio direttivo della BCE, nonché dal basso prezzo del petrolio, che può liberare risorse per consumi e investimenti.

L'attività degli intermediari creditizi e degli investitori istituzionali ha beneficiato dell'abbondante liquidità sui mercati e dei bassi tassi di interesse. La raccolta degli investitori istituzionali ha toccato i livelli più elevati degli ultimi 15 anni, consentendo una crescita significativa degli utili, e le condizioni di raccolta delle banche hanno continuato a migliorare. La debolezza dell'economia ha inciso sulla redditività degli intermediari creditizi, rimasta negativa nel 2014, ma la loro patrimonializzazione si è rafforzata per effetto degli aumenti di capitale realizzati nel corso dell'anno. Il prospettato miglioramento del quadro macroeconomico dovrebbe favorire il consolidamento dei primi segnali di ripresa del credito osservati dall'inizio del 2015.

Nel 2014 lo sforzo riformatore si è intensificato in campi come la regolamentazione del mercato del lavoro, il contrasto alla corruzione, la maggiore efficienza della giustizia civile. Altre misure sono ancora in via di definizione, tra cui il completamento della delega per la riforma del sistema fiscale e il ridisegno del sistema scolastico. Dalla piena

<sup>1</sup> A.M. Conti e C. Rondinelli, *Tra il dire e il fare: il divario tra giudizi degli imprenditori e andamenti della produzione nell'industria*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 258, 2015.

realizzazione dell'ampia agenda di riforme dipende la possibilità di un superamento duraturo della prolungata crisi dell'economia italiana, grazie alla rimozione degli ostacoli che ancora frenano i piani di investimento e di consumo. In prospettiva il prodotto potenziale potrebbe così recuperare un sostenuto sentiero di crescita, dopo la forte perdita subita dal 2008 (cfr. il riquadro: *Il prodotto potenziale e l'output gap in Italia*).

## IL PRODOTTO POTENZIALE E L'OUTPUT GAP IN ITALIA

Le due recessioni che hanno colpito l'economia italiana tra il 2008 e il 2013 hanno determinato una caduta senza precedenti dell'attività economica, pari complessivamente a quasi nove punti percentuali di PIL. Il forte calo del prodotto effettivo ha verosimilmente determinato anche una riduzione di quello potenziale. Stime degli effetti della crisi su quest'ultimo sono state effettuate utilizzando modelli e dati di diversa natura. Analisi condotte su dati macroeconomici e finanziari mediante un modello autoregressivo vettoriale mostrano che la caduta del prodotto potenziale sarebbe stata di circa due punti percentuali<sup>1</sup>.

La perdita risulta analoga secondo un modello di equilibrio generale dinamico, come effetto degli shock finanziari e delle misure di consolidamento fiscale. Tuttavia il ruolo importante attribuito dal modello alle aspettative degli agenti sull'evoluzione delle principali variabili permette di valutare che in prospettiva un effetto positivo sul potenziale deriverebbe sia dagli interventi di aumento della concorrenza, in particolare nel settore dei servizi, sia dalle misure di consolidamento della finanza pubblica, che potrebbero consentire nel medio termine una riduzione della pressione fiscale; nel loro complesso le misure fiscali e le riforme espanderebbero il potenziale di circa tre punti percentuali in un orizzonte di più lungo periodo<sup>2</sup>.

Pur in presenza di una flessione del prodotto, a seguito della forte caduta della domanda interna registrata negli ultimi anni, resterebbe ampia la quota di risorse inutilizzate, misurata dall'output gap, cioè dallo scostamento percentuale tra il livello effettivo del PIL e quello potenziale. Secondo le stime più recenti della Commissione europea e del Fondo monetario internazionale l'output gap in Italia si collocherebbe nel 2014 rispettivamente a -4,2 e -4,6 per cento; sarebbe pari a circa il -6 per cento secondo l'OCSE. Tali stime risentono tuttavia dell'ampia incertezza sulla misurazione del potenziale, acuita dalle revisioni cui sono soggetti gli stessi dati di base. Combinando, mediante tecniche bayesiane, i risultati di quattro approcci alternativi<sup>3</sup> l'output gap nel 2014 sarebbe compreso tra il -6,7 e il -4,1 per cento.

<sup>1</sup> V. Aprigliano e A.M. Conti, *How financial and sovereign risk shocks shape potential output in Italy*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 18, 2014, pp. 69-84.

<sup>2</sup> A. Gerali, A. Locarno, A. Notarpietro e M. Pisani, *Every cloud has a silver lining. The sovereign crisis and Italian potential output*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 18, 2014, pp. 85-123.

<sup>3</sup> Gli approcci impiegati sono: (a) funzione di produzione; (b) VAR strutturale; (c) modello a componenti non osservabili; (d) modello autoregressivo a parametri variabili (A. Bassanetti, M. Caivano e A. Locarno, *Modelling Italian potential output and the output gap*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 771, 2010).

## 6. LE IMPRESE

Nel 2014 il valore aggiunto si è ridotto soprattutto nelle costruzioni e, in misura più lieve, nella manifattura; ha ristagnato nei servizi. La flessione degli investimenti si è attenuata nel corso dell'anno, arrestandosi nel quarto trimestre; l'accumulazione è stata ancora frenata dalle prospettive della domanda, in miglioramento ma tuttora deboli e incerte, e dal permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. La contrazione del credito, meno intensa rispetto al 2013, ha colpito in particolare le imprese finanziariamente più fragili; le condizioni di offerta sono progressivamente migliorate, soprattutto per effetto della riduzione dei tassi di interesse.

La variabilità tra le imprese, già elevata nel confronto internazionale, continua ad ampliarsi: i risultati si confermano migliori per le aziende esportatrici, per quelle più innovative e meno indebitate, tipicamente di dimensione medio-grande. La struttura produttiva italiana è sbilanciata verso aziende di piccola dimensione, con minore propensione all'innovazione ed elevati livelli di indebitamento; tali caratteristiche riducono la capacità di competere delle imprese e ne limitano le scelte finanziarie.

La prolungata recessione ha indotto mutamenti nel sistema produttivo, con la chiusura delle aziende meno redditizie e con scarso potenziale di crescita e la riallocazione degli input produttivi verso le imprese più efficienti. L'elevata selettività degli intermediari si è riflessa nella riduzione dell'indebitamento bancario e nel riequilibrio della struttura finanziaria in direzione di una maggiore patrimonializzazione. L'intensità dell'aggiustamento continua tuttavia a essere frenata da un contesto istituzionale poco favorevole all'attività di impresa.

### *Gli andamenti economici*

*La demografia di impresa.* – In linea con l'andamento della congiuntura, il tasso di natalità netta delle imprese è in ripresa. Nel 2014 è aumentato per la prima volta da tre anni, anche se resta al di sotto dei livelli precedenti la crisi (0,6 per cento contro l'1,4 nella media del periodo 2003-07). Il miglioramento riflette la riduzione del tasso di mortalità dal 7,1 al 6,6 per cento (6,8 nella media 2003-07), a fronte della sostanziale stabilità di quello di natalità (7,2 per cento). Prosegue la tendenza, in atto da oltre un ventennio, all'aumento della quota delle società di capitale, una forma giuridica che si associa all'adozione di organizzazioni più complesse e facilita l'accesso al mercato dei capitali.

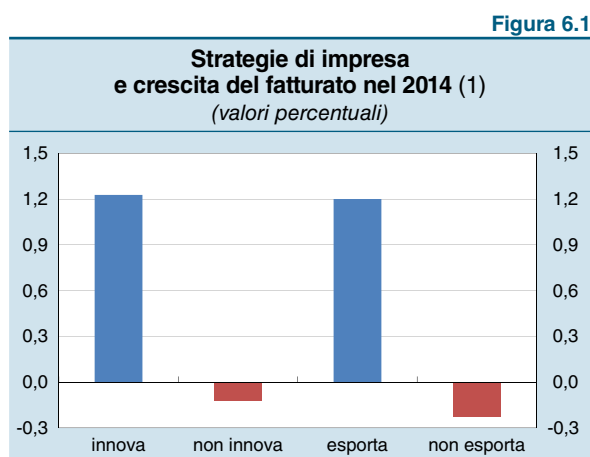
*Il valore aggiunto e la produzione.* – Come nel triennio precedente, nel 2014 la flessione del valore aggiunto è risultata più accentuata per le costruzioni (-3,8 per cento), dove l'attività è stata inferiore del 32 per cento ai livelli del 2007. L'offerta ha segnato un forte calo anche nel comparto energetico; nella manifattura la diminuzione



si è invece decisamente attenuata (-0,4 per cento; -5,5 nel periodo 2012-13), pur con una forte eterogeneità tra settori: al netto recupero nei mezzi di trasporto e nei computer si è contrapposta una pesante flessione nelle apparecchiature elettriche e nella metallurgia; segnali di miglioramento sono emersi per le attività del “made in Italy”. Dallo scorso autunno la produzione industriale ha mostrato segnali di ripresa, proseguiti nel primo trimestre del 2015.

Nel complesso del 2014 si è interrotto il calo del valore aggiunto nel terziario (0,1 per cento; -0,8 nel 2013), soprattutto per il netto miglioramento osservato nei servizi di alloggio e ristorazione – in connessione con i segnali di ripresa dei flussi turistici – e per quello, più contenuto, nelle attività immobiliari, sospinte plausibilmente dal rialzo del numero di compravendite di abitazioni (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*). A fronte del sostanziale ristagno nei trasporti, è proseguita la flessione nei servizi alle imprese e in quelli di comunicazione; questi ultimi hanno risentito della prolungata debolezza delle condizioni delle imprese industriali che in Italia (come in Francia e in Germania e diversamente dagli Stati Uniti) esprimono gran parte della domanda<sup>1</sup>.

Secondo l'indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio di quest'anno su 4.260 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari (Invind), nel 2014 il fatturato è cresciuto, in termini reali, dello 0,3 per cento, recuperando il calo registrato nel 2013. Le dinamiche sono state molto diverse tra imprese: a parità di dimensione, settore e localizzazione, l'espansione delle vendite è risultata più elevata, come già nel triennio precedente, per le imprese innovative e per quelle esportatrici (fig. 6.1).



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

(1) Per le diverse categorie di imprese gli istogrammi riportano la variazione media del fatturato a prezzi costanti calcolata a parità di dimensione, settore e localizzazione di impresa. La categoria “innova” (“non innova”) include le imprese che nel 2014 (non) hanno sostenuto spese in ricerca e sviluppo; la categoria “esporta” (“non esporta”) include quelle che nel 2014 hanno realizzato sui mercati esteri più (meno) di un terzo del loro fatturato.

*L'innovazione.* – Analisi recenti confermano che l'attività innovativa è in Italia meno intensa che nei principali paesi avanzati, soprattutto nel settore privato (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione nella Relazione annuale sul 2012*). L'ultima indagine europea sull'innovazione indica che il ritardo, particolarmente ampio rispetto alla Germania, è più accentuato nei settori industriali a maggiore contenuto tecnologico<sup>2</sup>; appare soprattutto inferiore, per il nostro paese, la propensione a svolgere attività di ricerca e sviluppo all'interno dell'impresa; sono ridotte le collaborazioni delle aziende con università e altre istituzioni di alta formazione. Su questi andamenti pesano caratteri strutturali del sistema

<sup>1</sup> E. Viviano, *The growth of the service sector and the demand for services*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> Eurostat, *Community Innovation Survey 2012*, 2015.

produttivo italiano quali lo spiccato dualismo dimensionale (con una proporzione molto elevata di microimprese), la predominanza di assetti gestionali incentrati sulla famiglia proprietaria<sup>3</sup>, la struttura finanziaria sbilanciata verso il credito bancario e con un limitato apporto di capitale di rischio<sup>4</sup>. Tali fattori si associano anche a una più bassa propensione all'adozione di tecnologie avanzate e a un'internazionalizzazione basata più su scambi e accordi commerciali che su investimenti diretti all'estero (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*); ne risente, nel complesso, il recupero del potenziale di crescita nel medio termine.

*Gli investimenti.* – Nel 2014 si è attenuata la flessione degli investimenti che si protrae, pur con temporanee interruzioni, dall'avvio della crisi finanziaria (tav. 6.1); nell'ultimo trimestre dell'anno gli investimenti sono tornati ad aumentare, seppur lievemente. Rispetto al 2007 il calo cumulato è del 30 per cento; in rapporto al prodotto si è progressivamente passati dal 21,6 al 16,9 per cento. Nella media dell'area dell'euro la contrazione complessiva è stata pari a circa il 15 per cento (-7 in Francia), mentre in Germania gli investimenti hanno superato di quasi il 5 per cento il livello precedente la crisi.

Tavola 6.1

Investimenti fissi in Italia (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2014 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2012	2013	2014	2000	2014
Costruzioni	51,3	-9,3	-7,2	-4,9	9,8	8,7
abitazioni (2)	27,1	-7,5	-6,8	-4,4	4,7	4,6
altre costruzioni (2)	24,2	-11,2	-7,5	-5,6	5,1	4,1
costi per trasferimento di proprietà	3,9	-27,7	-7,0	-2,2	0,8	0,7
Impianti, macchinari, armamenti e risorse biologiche coltivate	33,4	-13,5	-5,5	-2,5	7,9	5,7
di cui: mezzi di trasporto	5,3	-28,0	4,7	-1,2	1,6	0,9
Prodotti di proprietà intellettuale	15,2	2,3	-1,7	0,3	2,5	2,6
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>-9,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>20,2</b>	<b>16,9</b>
Totale escluse le abitazioni	–	-9,9	-5,5	-3,0	15,4	12,3
Totale escluse le costruzioni	–	-9,2	-4,4	-1,6	10,4	8,2

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. – (2) Inclusi i costi per trasferimento di proprietà.

<sup>3</sup> M. Bugamelli, L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, *Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 121, 2012.

<sup>4</sup> S. De Mitri, A. De Socio, P. Finaldi Russo e V. Nigro, *Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 162, 2013.

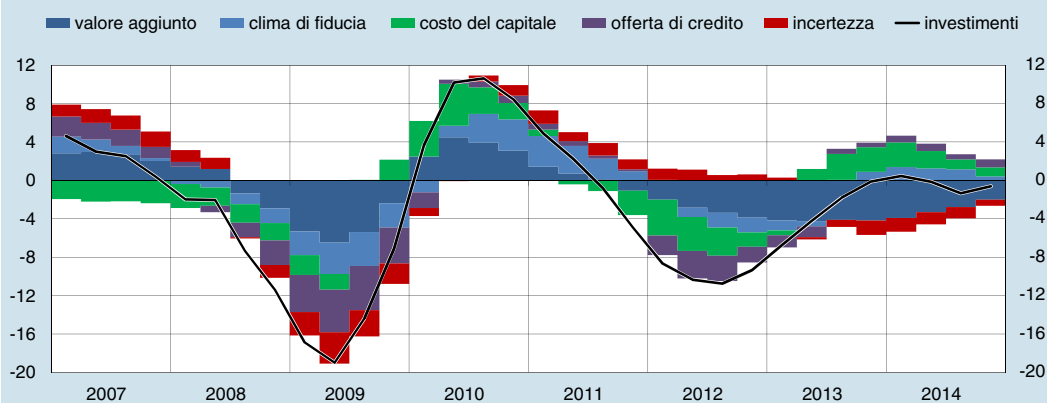
La prolungata flessione degli investimenti in Italia ha riflesso soprattutto la decisa caduta della domanda, corrente e attesa, insieme con il persistere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata; vi hanno contribuito, seppur in misura minore, le tensioni sulle condizioni di finanziamento e l'incertezza sulle prospettive future (cfr. il riquadro: *Le determinanti della caduta degli investimenti*).

## LE DETERMINANTI DELLA CADUTA DEGLI INVESTIMENTI

Il forte calo degli investimenti del settore privato italiano nel corso della crisi è stato analizzato a livello aggregato<sup>1</sup> e di impresa<sup>2</sup>, legando le scelte di accumulazione alle condizioni della domanda, all'incertezza sulle prospettive economiche, al costo d'uso del capitale (che dipende dal livello dei tassi di interesse reali) e alle restrizioni nell'offerta di credito misurate dai sondaggi.

Figura

### Determinanti dell'andamento degli investimenti del settore privato, al netto delle costruzioni (dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi)



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

La figura illustra la ricostruzione degli apporti delle diverse componenti basata sul modello aggregato. Le tensioni finanziarie hanno accentuato la caduta dell'accumulazione in beni strumentali all'avvio di entrambe le recessioni; nel periodo più recente le condizioni della domanda ancora deboli, approssimate dal valore aggiunto e dal clima di fiducia, rappresentano il principale freno agli investimenti. L'andamento del costo d'uso del capitale ha inciso negativamente dall'avvio della crisi del debito sovrano nell'estate del 2011, ma positivamente nell'ultimo biennio (per quasi quattro punti percentuali), riflettendo gli effetti delle misure espansive di politica monetaria. I vincoli imposti dall'offerta di credito spiegano circa un terzo della riduzione degli investimenti nei periodi di crisi più acuta, il biennio 2008-09 e quello 2012-13; anche la loro influenza, tuttavia, è poi progressivamente venuta meno, con il normalizzarsi dei mercati finanziari e l'attenuazione delle tensioni sul debito sovrano. Nella fase attuale l'attività di accumulazione resta frenata dalle

<sup>1</sup> F. Busetti, C. Giordano e G. Zevi, *Main drivers of the recent decline in Italy's non-construction investment*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> S. Bond, G. Rodano e N. Serrano-Velarde, *Investment dynamics in Italy: financing constraints, demand and uncertainty*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

prospettive di domanda ancora bassa, seppure in ripresa, e dalla residua incertezza sull'evoluzione futura dell'economia. Tale incertezza ha pesato sugli investimenti in entrambe le recessioni.

I dati a livello di impresa, che permettono di sfruttare l'eterogeneità di comportamento tra le aziende manifatturiere, confermano che la dinamica degli investimenti (misurati in rapporto allo stock di capitale) è stata più contenuta, a parità di altre condizioni, per le imprese con maggiori difficoltà di accesso al credito e per quelle con peggiori attese di domanda. La flessione del fatturato previsto dalle imprese, particolarmente accentuata nel 2009 e solo parzialmente recuperata negli anni successivi, è la principale determinante della contrazione del tasso di investimento dall'inizio della crisi. L'aumento della quota di aziende con difficoltà di accesso al credito (dal 2 per cento nella media del periodo 2003-07 al 10 nel 2008-2013) ha frenato il tasso di investimento complessivo per 0,3 punti percentuali, in linea con precedenti evidenze<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> F. Cingano, F. Manaresi ed E. Sette, *Does credit crunch investments down? New evidence on the real effects of the bank-lending channel*, Mo.Fi.R. Working Papers, 91, 2013; E. Gaiotti, *Credit availability and investment: lessons from the 'Great Recession'*, "European Economic Review", 59, 2013, pp. 212-227.

La contrazione degli investimenti è stata particolarmente accentuata nella componente delle costruzioni, soprattutto non residenziali. Il ridimensionamento, già in atto prima della crisi finanziaria e intensificatosi nel corso di quella del debito sovrano, dal 2007 ha sottratto 3,1 punti percentuali alla crescita complessiva del prodotto; vi ha contribuito il protratto calo della spesa in opere pubbliche. Secondo la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi del 2015 su un campione di 566 imprese edili, lo scorso anno la caduta si sarebbe pressoché annullata e la sostanziale stazionarietà proseguirebbe nell'anno in corso.

Sulla flessione della spesa in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto, pur nettamente attenuatasi nell'ultimo biennio, hanno inciso in particolare i servizi privati non finanziari, da cui dipende oltre la metà della diminuzione del tasso di accumulazione nei medesimi beni osservato nel complesso dell'economia dall'avvio della crisi. Il contributo negativo apportato dall'industria è stato assai più contenuto, nonostante il comparto realizzi una quota di poco inferiore al 50 per cento del totale, un valore più elevato di 14 punti percentuali rispetto sia alla Germania sia alla Francia.

Gli investimenti nei prodotti della proprietà intellettuale, che nei nuovi standard contabili del SEC 2010 includono la spesa in ricerca e sviluppo, sono tornati ad aumentare, pur lievemente. La quota dell'accumulazione totale destinata a questi prodotti, pari lo scorso anno al 15 per cento, è salita di circa quattro punti percentuali dal 2007, riflettendo il rialzo della spesa osservato nell'industria, che ha limitato la flessione cumulata nell'intera economia (-1,4 per cento). Tale quota si colloca tuttavia su livelli inferiori rispetto a quelli di Germania e Francia (di tre e nove punti percentuali, rispettivamente), dove la spesa è nel complesso aumentata del 14 e del 24 per cento dall'avvio della crisi.

Secondo l'indagine Invind, lo scorso anno la flessione degli investimenti si è concentrata nei servizi privati non finanziari, in particolare tra le imprese con più di 200 addetti (tav. 6.2); anche nell'industria in senso stretto la diminuzione ha interessato unicamente le imprese più grandi (con almeno 500 addetti), che avevano decisamente

Tavola 6.2

<b>Investimenti fissi lordi delle imprese secondo le indagini della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato</b> (variazioni percentuali a prezzi 2014, 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	basso	alto	bassa	alta	
<b>Industria in senso stretto</b>										
di cui: <i>manifattura</i>										
consuntivo per il 2014	1,5	7,7	14,1	5,0	-8,1	-2,5	4,1	1,4	1,6	
tasso di realizzo (4)	102,8	113,3	112,1	100,5	94,5	102,0	103,3	101,6	104,2	
programmi per il 2015	4,0	-7,4	-0,7	1,0	14,3	8,9	1,3	-2,5	9,4	
Consuntivo per il 2014	0,9	7,5	10,9	1,4	-5,3	-1,5	3,0	0,0	2,1	
Tasso di realizzo (4)	101,3	112,8	107,9	97,8	96,1	100,7	101,7	99,8	103,3	
Programmi per il 2015	5,0	-6,0	1,0	2,3	12,1	7,4	4,1	1,9	9,3	
<b>Servizi (5)</b>										
Consuntivo per il 2014	-1,6	1,3	0,3	-3,6	-2,8	....	....	-4,0	0,9	
Tasso di realizzo (4)	98,5	116,7	101,1	95,6	93,4	....	....	94,2	103,4	
Programmi per il 2015	5,7	-3,8	3,4	-3,9	13,2	....	....	8,1	4,3	
<b>Totale</b>										
Consuntivo per il 2014	-0,4	3,8	6,0	-1,0	-4,0	-1,5	3,0	-1,9	1,4	
Programmi per il 2015	5,3	-4,8	2,0	-0,4	12,7	7,4	4,1	4,3	6,3	

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti. Il deflatore degli investimenti è calcolato sulla base dei deflatori individuali forniti dalle stesse imprese. –  
(2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sotto (basso/bassa) o al di sopra (alto/alta) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi, con riferimento al 2014 per i dati di consuntivo e per il tasso di realizzo, alle previsioni per il 2015 per i programmi. – (3) Riferito alle sole imprese industriali. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2014. – (5) Servizi privati non finanziari.

aumentato l'accumulazione nel 2013. In entrambi i comparti la spesa è risultata superiore ai programmi iniziali per le imprese di dimensione medio-piccola, soprattutto a causa di variazioni inattese della domanda e di fattori di natura organizzativa.

Nei programmi delle imprese per il 2015 l'accumulazione tornerebbe a crescere per la prima volta dall'avvio della crisi del debito sovrano, in misura pressoché analoga nell'industria e nei servizi. L'aumento degli investimenti sarebbe concentrato soprattutto nelle imprese di maggiore dimensione (per metà riconducibile ai piani di una decina tra queste) e risulterebbe più intenso per quelle che riportano attese più favorevoli sull'andamento del fatturato. Secondo interviste ad alcuni imprenditori condotte dalle filiali della Banca d'Italia, l'aumento degli investimenti sarebbe sostenuto dal miglioramento del quadro macroeconomico innescato dalla ripresa della domanda estera e dall'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria. Nella manifattura vi contribuirebbe il graduale recupero del grado di utilizzo della capacità produttiva, avviatosi lo scorso anno dopo la decisa flessione subita negli anni di crisi; nelle previsioni delle imprese nel 2015 esso si collocherebbe al 76,6 per cento (79,8 nella media 2005-07).

*La domanda di lavoro.* – Dopo due anni di calo, nel 2014 l'impiego di lavoro da parte delle imprese è tornato a salire, seppur molto lievemente. Nei conti nazionali il

monte ore lavorate dai dipendenti nel settore privato non agricolo è aumentato dello 0,3 per cento (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). La ripresa è stata differenziata tra comparti produttivi e si è nel complesso associata a una ricomposizione verso le tecnologie a maggiore intensità di lavoro qualificato e le aziende più grandi, che avevano registrato una caduta particolarmente forte negli anni precedenti.

La domanda di lavoro complessivamente espressa dalle imprese di minore dimensione è meno sensibile alle fluttuazioni cicliche poiché tali aziende comprendono quasi tutte quelle di recente costituzione che crescono a ritmi superiori alla media nelle fasi recessive, ma meno velocemente in quelle espansive. Nel medio termine le nuove imprese forniscono anche un sostegno rilevante alla crescita dell'occupazione totale: tra il 1991 e il 2007 quelle fino a tre anni di età hanno creato oltre il 50 per cento dei nuovi posti di lavoro, a fronte di un contributo dell'ordine del 15 per cento alla distruzione di occupazione e agli occupati totali.

Rispetto agli Stati Uniti tuttavia le nuove aziende italiane dimostrano maggiore difficoltà a crescere, limitando così i potenziali effetti favorevoli sull'occupazione: vi è evidenza che le imprese nel nostro paese nascono più piccole, crescono a tassi inferiori e per un periodo assai più breve, in media due anni invece di dieci<sup>5</sup>; vi contribuiscono verosimilmente condizioni di contesto più sfavorevoli all'attività di impresa (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*).

*La produttività.* – Risentendo della divergenza tra la ripresa della domanda di lavoro e l'ulteriore caduta del valore aggiunto, nel 2014 la produttività per ora lavorata si è ridotta dello 0,5 per cento, con un decremento più forte nella manifattura che nei servizi. La contrazione dello scorso anno (come quella registrata in precedenza durante la recessione) ha avuto carattere soprattutto ciclico. Prima dell'avvio della crisi globale erano nondimeno emerse, pur nel solo settore manifatturiero, indicazioni di un recupero della produttività, sostenuto dalla riallocazione tra imprese; la tendenza si è arrestata in conseguenza della doppia recessione.

In una prospettiva di più lungo termine la dinamica della produttività oraria resta modesta soprattutto nei confronti dei maggiori paesi europei: quella manifatturiera è aumentata in Italia dell'1,1 per cento in media all'anno nel periodo 2000-07, rispetto a poco meno del 4 in Francia e in Germania; ha rallentato allo 0,6 tra il 2008 e il 2014 (1,6 in Francia, 0,5 in Germania). I dati dimostrano che il processo di riallocazione delle risorse verso le aziende più efficienti, che fornisce il principale sostegno alla crescita della produttività nella maggior parte dei paesi avanzati, è meno efficace in Italia, anche per un assetto normativo e istituzionale poco favorevole a un'operatività su grande scala<sup>6</sup>.

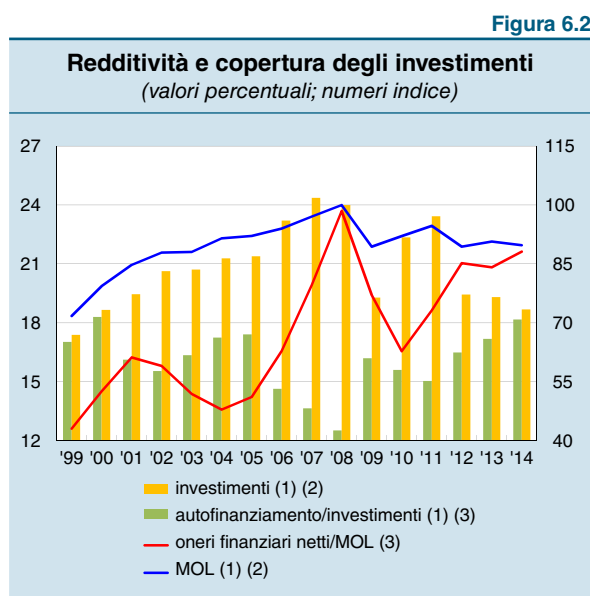
Alla crescita della produttività possono contribuire anche le condizioni di concorrenza dei mercati finanziari e nell'attività creditizia. Secondo un recente

<sup>5</sup> F. Manaresi, *Net employment growth by firm size and age in Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> D. Andrews e F. Cingano, *Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries*, "Economic Policy", 29, 78, 2014, pp. 253-296; CompNet Task Force, *Micro-based evidence of EU competitiveness. The CompNet database*, ECB Working Paper Series, 1634, 2014.

studio relativo al periodo 1996-2007 nelle province in cui per effetto dell'intervento dell'autorità competente è aumentato il grado di concorrenza nel sistema bancario si osservano, a parità di altre circostanze, una più intensa natalità di impresa, un più elevato tasso di sopravvivenza delle nuove aziende su un orizzonte di cinque anni e un più accentuato ridimensionamento di quelle piccole già esistenti. Nelle medesime province l'allocazione della forza lavoro verso le imprese più produttive risulta complessivamente rafforzata<sup>7</sup>.

*La redditività e il saldo finanziario.* – Nel 2014 il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie si è lievemente ridotto; resta inferiore del 10 per cento rispetto all'inizio della crisi (fig. 6.2). Gli oneri finanziari netti hanno continuato ad assorbire una parte elevata del reddito operativo (21,6 per cento nel 2014). Sulla base dell'indagine Invind, la dispersione dei risultati economici si conferma cospicua: tra le imprese con almeno 50 addetti, la quota di quelle in utile (67 per cento) supera di circa otto punti percentuali quella delle aziende più piccole (nove punti nel 2013). Un differenziale analogo si registra tra le imprese esportatrici e tra quelle prevalentemente orientate al mercato interno.



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

(1) Scala di destra. – (2) Indici 2008=100. – (3) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati dei Conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1995-2014.

In presenza di investimenti ancora molto contenuti, le imprese hanno soddisfatto il proprio fabbisogno attingendo in misura crescente a risorse interne; di conseguenza il saldo finanziario, divenuto leggermente positivo nel 2013 per la prima volta da quindici anni, è ulteriormente cresciuto allo 0,9 per cento del PIL. Queste dinamiche si sono riflesse in un aumento della liquidità di 12 miliardi (15 nel 2013; tav. 6.3), che risulta elevata soprattutto tra le aziende di maggiore dimensione.

### *Gli andamenti finanziari*

*L'indebitamento.* – Nel 2014 i debiti finanziari delle imprese si sono ulteriormente ridotti di 8 miliardi (tav. 6.3), scendendo al 78 per cento del PIL. L'ultimo triennio è stato caratterizzato da forti cambiamenti nella struttura di bilancio. Nell'intero periodo la leva finanziaria è diminuita di circa quattro punti percen-

<sup>7</sup> F. Lotti e F. Manaresi, *Finance and creative destruction: evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



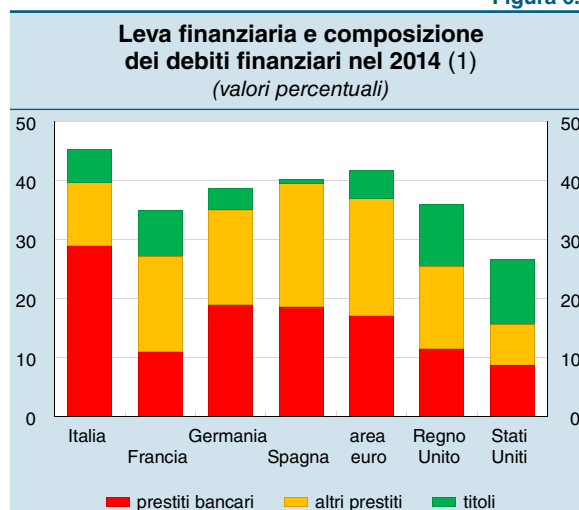
Tavola 6.3

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2014	composizione percentuale		2013	2014
		2013	2014		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi	292.245	17,6	18,2	14.513	11.588
Titoli	66.789	4,1	4,2	-5.531	123
di cui: <i>pubblici italiani</i>	54.793	3,0	3,4	-4.750	4.515
Azioni e partecipazioni	541.299	33,2	33,7	-3.024	19.826
Crediti commerciali	565.744	36,4	35,2	-38.333	-6.132
Altre attività (2)	141.710	8,8	8,8	1.339	2.159
<b>Totale attività</b>	<b>1.607.787</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-31.036</b>	<b>27.564</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	464.365	27,2	28,9	16.817	15.336
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti finanziari	1.264.220	36,7	36,4	-31.388	-7.732
Prestiti bancari	807.970	23,1	23,3	-44.374	-6.717
Altri prestiti (3)	300.013	9,4	8,6	-9.770	-5.656
Titoli	156.237	4,2	4,5	22.756	4.641
Azioni e partecipazioni	1.524.721	43,6	43,9	33.918	10.332
Debiti commerciali	503.637	14,6	14,5	-28.576	-1.623
Altre passività (4)	180.431	5,2	5,2	534	2.874
<b>Totale passività</b>	<b>3.473.009</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-25.511</b>	<b>3.851</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	529.252	14,8	15,2	39.930	14.809
<b>SALDO</b>	<b>-1.865.222</b>			<b>-5.525</b>	<b>23.714</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.  
 (1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Crediti a breve termine sull'estero, crediti infragruppo, riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing e di factoring, i prestiti infragruppo e quelli cartolarizzati. – (4) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

tuali, al 45,3 per cento, riflettondo anche nuovi flussi di capitale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015). La ricomposizione dei debiti finanziari è stata altrettanto significativa: i prestiti si sono ridotti di oltre 84 miliardi e le emissioni obbligazionarie nette sono state largamente positive (41 miliardi). Nonostante il graduale processo di riequilibrio della struttura finanziaria, nel confronto internazionale le imprese italiane restano caratterizzate da un minore contributo del capitale e da un maggiore ricorso ai prestiti bancari; la quota delle obbligazioni risulta ora in linea con quella dell'area dell'euro (fig. 6.3).

Figura 6.3



Fonte: Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve System - Board of Governors. Per la definizione delle modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La leva finanziaria è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato a prezzi di mercato.

*Il credito.* – Nel 2014 è proseguita, pur attenuandosi, la contrazione del credito erogato alle imprese da banche e società finanziarie; la tendenza si è confermata nei primi mesi dell'anno in corso (-1,8 per cento su base annua in marzo; tav. 6.4). La riduzione, più marcata nel settore delle costruzioni e dei servizi immobiliari, ha riflesso soprattutto la debolezza dell'attività produttiva. L'indagine Invind segnala una flessione della domanda di credito, collegata in larga parte all'andamento degli investimenti: il saldo tra le aziende che hanno aumentato la richiesta di prestiti e quelle che l'hanno ridotta ha raggiunto nel secondo semestre del 2014 uno dei livelli più bassi dall'inizio della crisi (dieci punti percentuali).

Tavola 6.4

<b>Credito alle imprese (1)</b> (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale marzo 2015
	2012	2013	2014	marzo 2015	
<b>Banche</b>					
<b>Attività economica</b>					
Manifattura	-5,9	-6,1	-0,9	-0,6	21,6
Costruzioni	-2,4	-4,5	-4,6	-4,2	15,6
Servizi	-2,4	-6,8	-2,4	-1,8	33,0
Attività immobiliari	-1,1	-3,2	-3,4	-2,5	11,8
Altro	1,1	-5,1	3,0	-0,1	9,2
<b>Dimensione</b>					
Imprese piccole (2)	-2,9	-3,9	-2,4	-2,5	17,3
Imprese medio-grandi	-2,0	-5,3	-1,9	-1,7	73,9
<b>Totale</b>	<b>-2,2</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>91,2</b>
<b>Società finanziarie</b>					
Leasing	-2,6	-4,2	-3,8	-3,4	6,2
Factoring	3,9	-6,2	-4,1	4,8	1,8
Altri finanziamenti	-9,4	4,4	2,1	3,8	0,8
<b>Totale</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>8,8</b>
<b>Banche e società finanziarie</b>					
<b>Totale</b>	<b>-2,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>100,0</b>

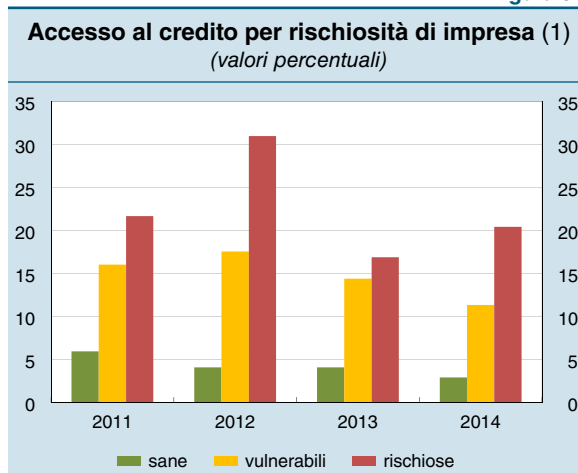
Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati delle società finanziarie si riferiscono agli intermediari ex art. 107 del TUB. I dati di marzo 2015 sono provvisori. 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.

Le condizioni di offerta sono progressivamente migliorate: dopo un biennio di sostanziale stabilità, dal febbraio 2014 i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari sono diminuiti di 120 punti base (2,3 per cento a marzo del 2015), riflettendo le misure espansive dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*). La riduzione è stata più accentuata per le imprese italiane: il differenziale di tasso rispetto a quelle tedesche e francesi si è più che dimezzato rispetto ai massimi di due anni prima.

La distensione dei criteri di offerta nel corso dell'anno ha avuto effetti differenziati tra le imprese. I dati relativi a un ampio campione di società di capitali segnalano un'elevata eterogeneità della dinamica creditizia, ancora in marcata contrazione per le aziende caratterizzate da fragili equilibri economici e patrimoniali, e appena negativa per le imprese più solide (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015). Sulla base dell'indagine Invind, nel 2014 la quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto, in tutto o in parte, i finanziamenti richiesti si è ridotta lievemente, collocandosi

tuttavia a un livello ancora doppio rispetto al quinquennio precedente la crisi (8 e 4 per cento, rispettivamente). La percentuale di imprese razionate, scesa al 3 per cento per quelle più solide, ha raggiunto il 20 per cento per le aziende in condizioni di bilancio meno equilibrate (fig. 6.4). Tra il 2011 e il 2014 la leva finanziaria ha costituito l'ostacolo principale all'accoglimento delle richieste di nuovi prestiti; le difficoltà di accesso al credito sono risultate più elevate anche tra le imprese con minore liquidità. Le condizioni di bilancio hanno inoltre continuato a influire sul costo del credito: il differenziale sui tassi mediani applicati alle società più fragili rispetto a quelle solide è rimasto intorno ai 200 punti base.

Figura 6.4



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

(1) Quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto in tutto o in parte il credito richiesto.

Nonostante la riduzione dei tassi di interesse, la fragilità finanziaria delle imprese resta ancora elevata, come confermato dal tasso di ingresso in sofferenza nel primo trimestre del 2015 (3,9 per cento). In questo contesto particolare rilevanza assumono le misure volte ad attenuare il rischio assunto dagli intermediari e ad ampliare le opportunità di credito per le aziende con adeguate prospettive economiche (cfr. il riquadro: *Le principali iniziative di sostegno finanziario alle imprese*).

#### LE PRINCIPALI INIZIATIVE DI SOSTEGNO FINANZIARIO ALLE IMPRESE

Il sostegno delle esigenze di finanziamento e di liquidità del sistema produttivo continua a essere assicurato da diverse iniziative, introdotte o rafforzate durante la crisi<sup>1</sup>. Tra il 2009 e il 2014 le risorse affluite alle piccole e medie imprese grazie agli interventi del Fondo centrale di garanzia, della Cassa depositi e prestiti (CDP) e alla sospensione parziale del rimborso dei prestiti hanno superato i 90 miliardi, poco meno di un decimo delle erogazioni di finanziamenti bancari di importo inferiore a un milione di euro.

Gli schemi di garanzia pubblica sui prestiti, che attenuano l'impatto della rischiosità delle imprese sui bilanci degli intermediari, rivestono una particolare importanza nel facilitare l'accesso al credito<sup>2</sup>. Il Fondo centrale di garanzia ha rappresentato anche nel 2014 il principale strumento di sostegno per le aziende di minore dimensione: il volume di finanziamenti attivati dal 2009 ha raggiunto

<sup>1</sup> L. Bartiloro, L. Carpinelli, P. Finaldi Russo, S. Pastorelli, *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 111, 2012.

<sup>2</sup> A livello internazionale si è registrata una diffusa estensione dei programmi pubblici di garanzia in risposta alle tensioni finanziarie degli ultimi anni; OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013. An OECD Scoreboard*, OECD Publishing, 2013.

un importo di 54 miliardi. Al graduale potenziamento dello strumento hanno contribuito l'incremento della dotazione e l'estensione dei potenziali beneficiari. I criteri di accesso alla garanzia, parametrati ai livelli di capitalizzazione, di redditività e di liquidità delle imprese, mirano a riservarne l'utilizzo alle sole aziende che non presentino particolari squilibri finanziari.

L'ampliamento dell'operatività della CDP verso forme di sostegno all'economia si è in larga parte realizzato per via indiretta, attraverso la concessione al sistema bancario di fondi vincolati al finanziamento delle imprese; gli intermediari creditizi restano interamente responsabili della selezione della clientela e della definizione delle condizioni applicate ai prestiti. Nel corso degli ultimi anni la Cassa ha progressivamente differenziato le finalità della provvista e il target di imprese destinatarie. Fino al dicembre scorso i finanziamenti affluiti alle piccole e medie imprese hanno superato i 15 miliardi; di questi, poco più di un miliardo è stato erogato tramite una nuova agevolazione mirata a favorire il rinnovo dei beni strumentali.

Negli ultimi anni sono stati definiti diversi accordi di sospensione del rimborso dei prestiti tesi ad alleviare temporanee tensioni finanziarie. Grazie a queste iniziative dal 2009 sono rimasti nella disponibilità delle imprese 24 miliardi, di cui due terzi riferiti ai primi due anni di operatività. L'indagine condotta dalle sedi regionali della Banca d'Italia segnala che, tra il 2009 e il 2014, circa la metà dei finanziamenti con rate in arretrato all'avvio della moratoria è tornato a essere rimborsato regolarmente. La progressiva restrizione dei requisiti di accesso ha contribuito ad attenuare l'impatto della misura. Nel marzo 2015 è stato siglato un nuovo accordo che introduce modifiche alle modalità attuative della sospensione con possibili maggiori oneri per alcune imprese: gli intermediari potranno infatti applicare un tasso di interesse fino a 75 punti base superiore rispetto a quello del contratto originario in caso di finanziamenti con difficoltà nel rimborso non assistiti dalla copertura del Fondo centrale di garanzia.

*Le obbligazioni.* – In presenza di condizioni di mercato favorevoli, il ricorso alle obbligazioni è rimasto sostenuto. Nel 2014, nonostante il calo rispetto all'anno precedente, le emissioni lorde, incluse quelle di controllate estere, sono state pari a 28 miliardi; altri 14 miliardi di titoli sono stati collocati nel primo trimestre dell'anno in corso. L'ampliamento delle opportunità di accesso al mercato è confermato dall'aumento degli emittenti, in particolare di quelli che hanno collocato titoli per la prima volta, che nel 2014 hanno raggiunto i valori più elevati da cinque anni (152 e 97, rispettivamente). La raccolta è cresciuta tra le imprese di minore dimensione, che hanno beneficiato delle nuove regole sulle emissioni di titoli di società non quotate (minibond).

*Il capitale di rischio.* – Nel 2014 è proseguito il rafforzamento patrimoniale delle società non finanziarie: i flussi netti di capitale sono stati positivi per 10 miliardi (34 nel 2013; cfr. tav. 6.3). In base ai dati di bilancio del biennio 2012-13, l'aumento del patrimonio si è concentrato tra le imprese con redditività più elevata, che hanno ridotto la quota di utili distribuiti con i dividendi. La raccolta di capitale si è intensificata anche attraverso le nuove quotazioni, che nel 2014 sono notevolmente cresciute rispetto alla

media 2008-2013 (23 e 7, rispettivamente); la tendenza è proseguita a ritmo sostenuto nel primo trimestre dell'anno in corso. Le operazioni si sono concentrate nell'Alternative Investment Market, caratterizzato da procedure di ammissione semplificate.

I dati diffusi dall'Aifi segnalano che nel 2014 gli investimenti in capitale di rischio effettuati da società di private equity e venture capital sono rimasti in linea con l'anno precedente (3,5 miliardi), ma hanno interessato un numero minore di imprese (311 rispetto a 368). I finanziamenti a imprese start-up, operanti prevalentemente in settori a elevato contenuto tecnologico, si sono ridotti; il divario già elevato rispetto agli altri principali paesi si è ulteriormente accresciuto.

Gli incentivi fiscali previsti dall'Aiuto alla crescita economica (ACE), introdotti nel 2011, mirano a favorire la crescita patrimoniale delle imprese. Il potenziamento dell'intervento attraverso l'innalzamento progressivo dell'aliquota di deducibilità applicabile agli incrementi di capitale, stabilito alla fine del 2013, consentirebbe di annullare pressoché interamente la convenienza fiscale del debito rispetto al capitale di rischio<sup>8</sup>. Il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha introdotto un'ulteriore maggiorazione degli incentivi, di durata triennale e subordinata all'approvazione della Commissione europea, per le imprese ammesse alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. La norma ha previsto inoltre la possibilità di usufruire di un credito di imposta ai fini IRAP nel caso in cui l'agevolazione non sia interamente utilizzata per incapienza del reddito imponibile. Secondo l'indagine Invind la presenza degli incentivi dell'ACE è stata rilevante per oltre un decimo delle imprese che hanno deciso di incrementare il patrimonio netto nel triennio 2012-14; la percentuale è più elevata tra le aziende di maggiore dimensione.

---

<sup>8</sup> Istat, *Rapporto annuale 2014. La situazione del Paese*, 2014.

## 7. LE FAMIGLIE

Nella media dell'anno scorso la spesa per consumi è lievemente aumentata, per la prima volta dal 2010, ma rimane inferiore ai livelli del 2007 di circa l'8 per cento. Sono cresciuti soprattutto gli acquisti di beni durevoli, che più avevano risentito della doppia recessione durante la quale le famiglie hanno rivisto i propri modelli di consumo.

La caduta del potere d'acquisto si è interrotta, grazie al modesto miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e ai trasferimenti del Governo, nonché per il calo dell'inflazione. Il valore della ricchezza in rapporto al reddito disponibile si è stabilizzato, soprattutto per la rivalutazione delle attività finanziarie. L'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia sul 2014 indica che il bonus fiscale per i redditi medio-bassi sarebbe stato consumato per circa il 90 per cento; si è lievemente ridotta la quota di nuclei che segnalano di arrivare a fine mese con difficoltà. Secondo le indagini dell'Istat, la popolazione al di sotto della soglia di povertà assoluta è però più che raddoppiata rispetto al 2007, raggiungendo il 10 per cento nel 2013.

Sebbene continuino a prevalere condizioni di debolezza sul mercato immobiliare, sono emersi i primi segnali di ripresa delle transazioni, che si sono riflessi in un aumento dei nuovi mutui dopo tre anni di mercato calo.

### *Il reddito e la sua distribuzione*

Il reddito disponibile è cresciuto dello 0,2 per cento a prezzi correnti ed è rimasto invariato in termini reali, per via della decisa riduzione dell'inflazione (tav. 7.1; cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). L'incremento dei redditi dei lavoratori dipendenti è stato quasi totalmente compensato dalla flessione di quelli dei lavoratori autonomi (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Hanno ripreso a diminuire i redditi da proprietà, soprattutto i fitti e gli interessi netti. Le Amministrazioni pubbliche hanno complessivamente sostenuto le risorse delle famiglie, grazie all'incremento delle prestazioni sociali e dei trasferimenti. A partire da maggio è stato erogato il bonus fiscale previsto dal decreto legge 24 aprile 2014, n. 66, diretto ai dipendenti con un reddito annuo lordo complessivo compreso tra 8.000 e 26.000 euro; nelle stime del Governo il provvedimento ha comportato un trasferimento di quasi 7 miliardi (pari allo 0,6 per cento del reddito disponibile delle famiglie).

Il bonus fiscale si è riflesso in un aumento del valore mediano della distribuzione delle retribuzioni nette dei lavoratori dipendenti; ha contribuito a una lieve riduzione della quota di lavoratori a bassa retribuzione<sup>1</sup>, cresciuta significativamente dal 2008

<sup>1</sup> Sono definiti lavoratori a bassa retribuzione coloro che hanno un salario netto mensile inferiore ai due terzi del valore mediano delle retribuzioni dei lavoratori a tempo pieno.

Tavola 7.1

<b>Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio (1)</b> (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo disponibile delle famiglie nel 2014	2012	2013	2014
<b>Variazioni percentuali</b>				
Redditi da lavoro dipendente	60,4	-1,1	-1,1	1,0
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	–	0,6	0,8	0,6
Redditi da lavoro autonomo (2)	25,9	-3,5	-0,5	-1,9
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	–	-2,8	1,2	-2,0
Redditi netti da proprietà (3)	22,3	-3,4	0,5	-2,6
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	32,9	2,2	2,1	3,2
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	–	1,8	2,2	2,7
Contributi sociali netti (-)	23,0	-0,1	-0,7	0,7
di cui: <i>a carico del datore di lavoro</i>	–	-1,7	-1,2	0,5
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,5	5,0	-0,7	0,9
<b>Reddito lordo disponibile</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
in termini reali (4)	–	-5,1	-0,9	..
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-4,8	0,3	1,4
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-3,8	0,7	0,6
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio (7)</b>	–	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	3,8	6,8	7,8
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	4,4	7,7	8,0

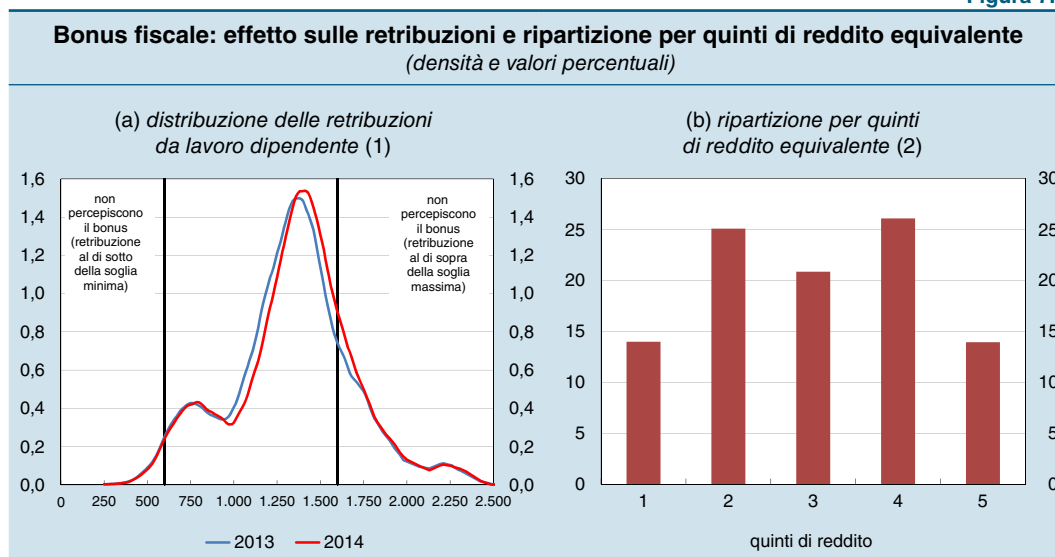
Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat e Banca d'Italia.  
 (1) I dati si riferiscono al settore delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie (Isp). –  
 (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. – (5) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine condotta da Consensus Economics). –  
 (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate ex post. – (7) Rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile.

anche per effetto della progressiva diffusione di forme di lavoro part-time di tipo involontario (fig. 7.1.a; cfr. *Relazione annuale* sul 2013). Secondo i risultati preliminari dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, circa 5,5 milioni di nuclei (un quarto del totale) hanno beneficiato del trasferimento; poiché molti di coloro che l'hanno ricevuto vivono in famiglie che percepiscono altre fonti di reddito, i nuclei appartenenti al quinto più basso della distribuzione del reddito equivalente hanno ricevuto meno del 15 per cento dell'importo totale stanziato. Anche una parte delle famiglie appartenenti al quinto di reddito più elevato ha ottenuto il bonus (fig. 7.1.b). Le risorse specificamente stanziato per il contrasto alla povertà assoluta, che nel 2013 riguardava circa il 10 per cento della popolazione (il 4,1 per cento nel 2007)<sup>2</sup>, sono state nel complesso limitate (stimabili per il 2014 in circa 300 milioni per la Carta acquisti e la sperimentazione del Sostegno per l'inclusione attiva).

<sup>2</sup> La povertà assoluta è definita come la mancanza di risorse sufficienti ad acquistare un paniere di beni e servizi essenziali.



Figura 7.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro* e Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Distribuzione delle retribuzioni mensili dei lavoratori dipendenti, densità stimata con metodo Kernel, valori sugli assi delle ordinate in migliaia. Dati riferiti al secondo semestre del 2013 e del 2014. Campione di lavoratori dipendenti permanenti già occupati nel 2013; per eliminare gli effetti di composizione, la distribuzione per il 2014 è stimata tenendo costante la struttura dell'occupazione per le caratteristiche socio-demografiche (sesso, età, titolo di studio, area geografica, orario di lavoro). – (2) Dati provvisori, relativi a oltre il 60 per cento del campione. Per ogni quinto di reddito equivalente, l'altezza della barra rappresenta la quota dello stanziamento ricevuta. Ammontari dichiarati dagli intervistati. Cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Reddito equivalente.

## I consumi

Nella media del 2014 la spesa per consumi delle famiglie italiane è lievemente aumentata, per la prima volta dal 2010 (tav. 7.2); nel corso dell'anno è proseguita la ripresa iniziata nell'estate del 2013. La perdita di potere d'acquisto e la riduzione della

Tavola 7.2

<b>Spesa delle famiglie</b> (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2014 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2011	2012	2013	2014
Beni non durevoli	32,0	-0,8	-4,4	-3,5	-0,6
di cui: <i>alimentari e bevande non alcoliche</i>	14,3	-0,8	-4,0	-3,4	0,1
Beni semidurevoli	9,1	2,2	-9,0	-4,8	-0,2
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	6,1	2,8	-7,9	-4,8	0,2
Beni durevoli	6,5	-5,4	-10,6	-6,4	3,2
Servizi	52,4	1,2	-1,3	-1,4	0,7
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	9,6	0,8	-1,0	-2,2	0,3
di cui: <i>istruzione</i>	1,0	0,2	-1,6	-2,6	1,3
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,3</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-2,3	-6,1	-1,3	7,2
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	2,7	0,8	1,8	3,5
<b>Totale spesa nazionale</b>	–	..	<b>-3,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,3</b>
<i>Per memoria:</i>					
Deflatore della spesa nazionale	–	2,9	2,7	1,1	0,2

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

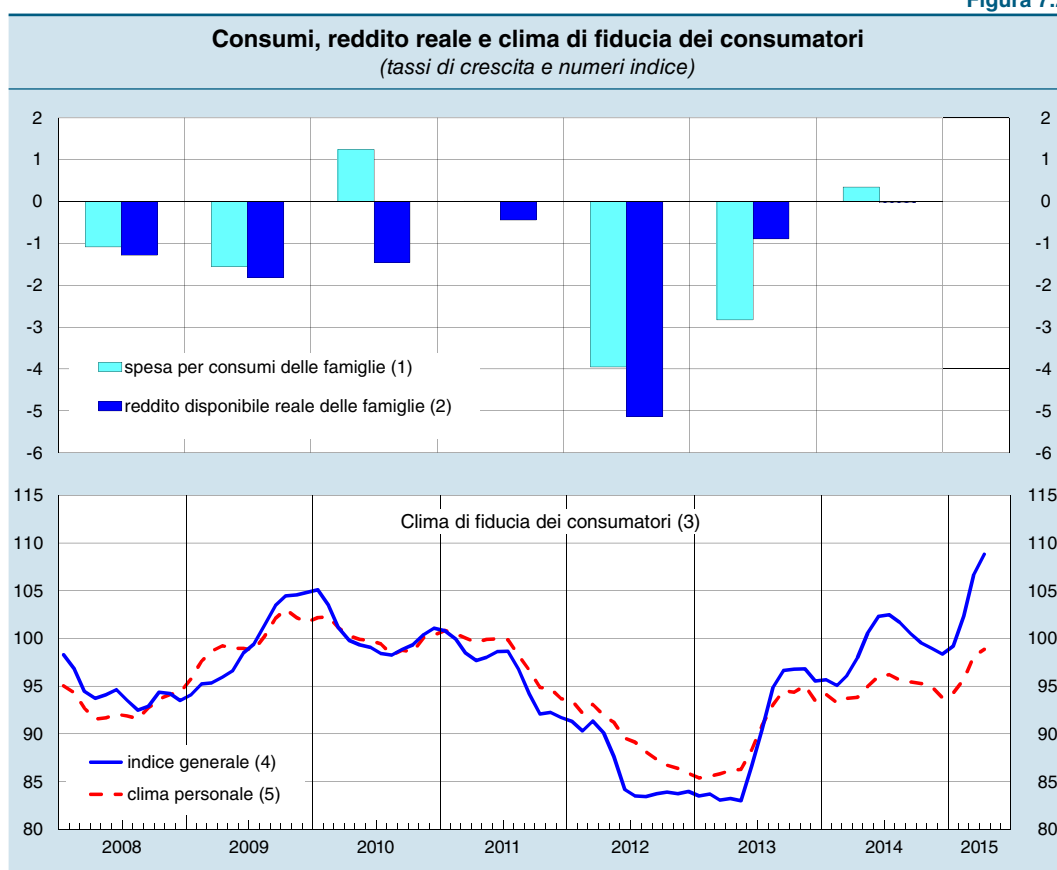
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2014, rispettivamente, all'1,7 e al 3,5 per cento.

ricchezza si sono interrotte. Il recupero dei consumi si è realizzato in un contesto di lieve flessione della propensione al risparmio e di miglioramento del clima di fiducia.

La spesa in beni durevoli è aumentata in misura marcata; si era ridotta di oltre il 20 per cento tra il 2011 e il 2013. Le immatricolazioni di auto nuove sono cresciute (di circa il 4 per cento) per la prima volta dopo sei anni. Hanno invece continuato a flettere gli acquisti di beni di consumo durevoli riconducibili all'abitazione, quali i mobili e gli elettrodomestici, che hanno risentito della debolezza del settore immobiliare (cfr. il paragrafo: *Il mercato delle abitazioni e l'indebitamento*). La spesa per il soddisfacimento dei bisogni primari, quali la sanità e i generi alimentari, è tornata a espandersi.

La ripresa dei consumi interrompe la fase di forte contrazione registrata nel corso delle passate recessioni (fig. 7.2), che si era associata a un marcato calo del reddito disponibile e alla ricomposizione della spesa delle famiglie (cfr. il riquadro: *La recessione e i consumi delle famiglie*). Il valore della ricchezza complessiva, dopo le perdite subite nei periodi più acuti della crisi, si è stabilizzato intorno a un livello pari a quasi otto volte il reddito disponibile. In questo quadro il saggio di risparmio, in netto rialzo nel 2013, si è lievemente ridotto (all'8,1 per cento; tav. 7.1); tenendo conto delle attese di

Figura 7.2



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

(1) Spesa delle famiglie consumatrici e delle Isp; quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Reddito disponibile delle famiglie consumatrici e delle Isp, deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 2010=100; dati destagionalizzati; medie mobili dei tre mesi terminanti in quello di riferimento. – (4) L'indicatore è ottenuto come media dei saldi tra le risposte di miglioramento e peggioramento relative ai seguenti quesiti: situazione economica generale (a) nei passati e (b) nei prossimi 12 mesi; situazione economica personale (c) nei passati e (d) nei prossimi 12 mesi; (e) convenienza all'acquisto di beni durevoli; (f) tendenza della disoccupazione; (g) possibilità e (h) convenienza a risparmiare; (i) bilancio finanziario della famiglia. – (5) Media dei saldi relativi ai quesiti (c), (d), (e), (g), (h) e (i).

una minore erosione monetaria sulle attività finanziarie, la propensione al risparmio risulterebbe invece aumentata. Secondo le indicazioni preliminari dell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia, il bonus fiscale sarebbe stato consumato per circa il 90 per cento, un valore simile alla propensione media al consumo. La stessa indagine segnala la riduzione della quota delle famiglie che riportano situazioni di difficoltà economica<sup>3</sup>.

## LA RECESSIONE E I CONSUMI DELLE FAMIGLIE

Nel corso della doppia recessione degli scorsi anni le famiglie italiane hanno significativamente ridotto i consumi complessivi, attualmente di circa l'8 per cento al di sotto dei livelli del 2007; hanno anche operato una ricomposizione verso beni e servizi primari<sup>1</sup>. È aumentata la quota di spesa destinata ad affitti e servizi per la casa e, per le sole famiglie più giovani, quella per beni alimentari; si è ridotta la quota relativa ai consumi "comprimibili" (trasporti, abbigliamento e calzature, mobili, elettrodomestici). Le voci di spesa "voluttuarie" (alberghi e ristoranti) sono cresciute solo per le famiglie più facoltose.

La ricomposizione del paniere di spesa riflette, oltre che il forte calo del reddito, la compressione della ricchezza familiare<sup>2</sup>. Tenendo conto delle variazioni nei prezzi relativi dei beni nel paniere di consumo delle famiglie, vi è evidenza che il soddisfacimento dei bisogni primari e difficilmente "comprimibili" nel breve termine (come la spesa per affitti) assorbe, a fronte di una riduzione di reddito, una più ampia quota della spesa totale<sup>3</sup>. Nostre stime mostrano inoltre che sono solo le spese per abbigliamento e calzature a espandersi a fronte di incrementi di reddito di natura una tantum, riconosciuti nell'ambito della contrattazione collettiva<sup>4</sup>.

La ripresa del reddito disponibile attesa per i prossimi anni potrebbe pertanto comportare una riallocazione della spesa verso la composizione prevalente prima della crisi. In prospettiva i consumi delle famiglie dovrebbero beneficiare anche dei bassi corsi del greggio. Secondo nostre simulazioni<sup>5</sup>, con una stabilizzazione dei prezzi dei prodotti petroliferi sui livelli del dicembre 2014, le famiglie potrebbero giovare di un risparmio sulla spesa per carburanti pari a 2,1 miliardi di euro nel complesso dell'anno in corso (80 euro medi per famiglia); i benefici sarebbero minori per i nuclei meno abbienti (cfr. il riquadro: *Il calo del prezzo del petrolio e la struttura del settore energetico*).

<sup>1</sup> C. Rondinelli, A. Bassanetti e F. Scoccianti, *On the structure of Italian households' consumption patterns during the recent crises*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 18, 2014, pp. 124-157.

<sup>2</sup> M.L. Rodano e C. Rondinelli, *The Italian household consumption: a comparison among recessions*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 18, 2014, pp. 158-185. Cfr. anche il riquadro: *I consumi delle famiglie nelle recenti recessioni*, in *Bollettino economico*, 2, 2015.

<sup>3</sup> C. Rondinelli, *Estimating demand elasticities in the recent crises*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> E. Adamopoulou e R. Zizza, *Accessorizing: the effect of union contract renewals on consumption*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> I. Faiella e A. Mistretta, *Gli effetti delle riduzioni delle quotazioni del greggio sulla spesa energetica e sull'attività economica*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> Quota delle famiglie che rispondono "Con molta difficoltà" o "Con difficoltà" alla domanda "Il reddito a disposizione della Sua famiglia permette di arrivare alla fine del mese?".

In linea con l'aumento della spesa, nel 2014 le erogazioni di credito al consumo sono tornate a crescere (3,5 per cento) dopo sei anni di riduzione. Ciò si è riflesso in un'attenuazione del calo delle consistenze dei finanziamenti (cfr. tav. 7.5), in particolare dei prestiti finalizzati sostenuti dalla ripresa degli acquisti in beni durevoli; vi ha concorso la fine di una lunga fase di progressivo irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti.

Nel primo quadrimestre del 2015 si sono consolidati i segnali di ripresa. Il clima di fiducia è ancora migliorato, soprattutto con riferimento alle valutazioni sul futuro e sulla situazione economica generale, tornando sui livelli prossimi a quelli degli inizi del passato decennio; le immatricolazioni di automobili sono aumentate di circa il 20 per cento rispetto al minimo storico registrato nei primi quattro mesi del 2013. Nel primo trimestre del 2015 i nuovi prestiti per scopi di consumo sono cresciuti del 2,6 per cento sul periodo corrispondente.

### *Il risparmio finanziario e la ricchezza*

Nel 2014 alla flessione del risparmio si sono accompagnati la riduzione degli investimenti in attività reali e l'aumento di quelli in strumenti finanziari. La ricchezza finanziaria lorda delle famiglie consumatrici e produttrici è aumentata, prevalentemente a seguito dell'incremento dei prezzi delle attività finanziarie; è rimasta pari a 3,6 volte il reddito disponibile, un livello superiore a quello medio dell'area dell'euro e inferiore a quelli del Regno Unito e degli Stati Uniti (tav. 7.3). Ha invece continuato a ridursi la ricchezza immobiliare, risentendo del calo dei prezzi delle abitazioni. Nel complesso la ricchezza netta delle famiglie è risultata stabile rispetto al reddito disponibile, anche per via della diminuzione del debito.

*Gli investimenti in attività finanziarie.* – Nel 2014 gli acquisti netti di attività finanziarie sono aumentati (tav. 7.4). Il saldo finanziario delle famiglie ha raggiunto il 2,9 per cento del reddito disponibile, un livello ancora inferiore al valore medio osservato negli anni precedenti la crisi. È proseguita la ricomposizione del portafoglio delle famiglie, sospinta dalla ricerca di rendimenti più elevati in presenza di un basso livello dei tassi di interesse: una parte rilevante di obbligazioni bancarie e di titoli di Stato è stata sostituita con strumenti del risparmio gestito (quote di fondi comuni, soprattutto italiani, e prodotti assicurativi). Non si è invece osservata una riduzione della quota di ricchezza detenuta in attività liquide a scopi precauzionali (circolante e depositi).

### *Il mercato delle abitazioni e l'indebitamento*

La quota di famiglie che vivono in casa di proprietà, pur in lieve diminuzione rispetto al picco toccato nel 2008, si conferma su valori elevati (di poco inferiori al 75 per cento) nel confronto internazionale. Le spese per l'abitazione rappresentano inoltre una voce rilevante del bilancio per le famiglie italiane: lo scorso anno il rapporto in termini nominali tra i consumi per servizi abitativi (che oltre ai fitti effettivi e imputati includono l'approvvigionamento di acqua e di fonti energetiche) e quelli totali si è stabilizzato poco al di sotto del 25 per cento, dopo l'aumento nell'ultimo decennio, soprattutto negli anni di recessione.

Tavola 7.3

<b>Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (consistenze di fine periodo)											
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli di Stato e altre obbligazioni	Azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni		Riserve assicurative e previdenziali (2)	Attività finanziarie	Passività finanziarie (3)			Ricchezza finanziaria netta	Per memoria: Ricchezza reale (4)
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari				
Quote percentuali sul totale						In rapporto al reddito disponibile					
<b>Italia</b>											
2013	31,4	16,6	29,8	8,1	19,2	3,48	0,83	0,63	0,33	2,65	5,24
2014	31,5	13,4	31,6	9,7	20,4	3,57	0,83	0,63	0,33	2,74	5,13
<b>Francia</b>											
2013	28,6	1,9	27,2	6,9	35,9	3,31	1,01	0,86	0,64	2,31	5,24
2014	28,4	1,7	26,9	6,4	36,2	3,36	1,00	0,86	0,61	2,36	....
<b>Germania</b>											
2013	39,3	4,3	18,9	9,0	36,8	2,74	0,86	0,85	0,55	1,88	3,57
2014	39,3	3,8	19,4	9,5	36,8	2,79	0,85	0,85	0,56	1,94	....
<b>Spagna</b>											
2013	46,2	1,4	34,3	9,5	16,0	2,74	1,23	1,15	0,88	1,51	6,11
2014	42,9	1,2	37,5	11,3	16,2	2,87	1,18	1,09	0,84	1,69	6,12
<b>Area dell'euro</b>											
2013	35,5	5,7	24,5	7,4	31,4	3,22	1,09	0,98	0,61	2,13	....
2014	35,0	4,9	24,8	8,0	32,6	3,30	1,07	0,96	0,60	2,23	....
<b>Regno Unito</b>											
2013	25,9	0,6	12,6	3,5	57,2	4,64	1,44	1,35	0,93	3,20	4,17
2014	23,9	0,8	12,7	4,1	59,2	5,14	1,46	1,36	0,93	3,68	....
<b>Stati Uniti (5)</b>											
2013	13,1	5,8	45,7	12,7	32,5	5,19	1,10	1,05	0,75	4,09	1,82
2014	13,4	4,8	46,5	13,1	32,5	5,24	1,09	1,04	0,72	4,15	1,85

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banco de España (Spagna); BCE; Riserva federale e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); OCSE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori. – (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza. – (3) Debiti finanziari, debiti commerciali e altre partite minori. – (4) Include beni tangibili (abitazioni, terreni e altro) e attività immateriali (brevetti, avviamento e altro). I dati per Germania e Regno Unito si riferiscono al 2012. – (5) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle Isp.

Tavola 7.4

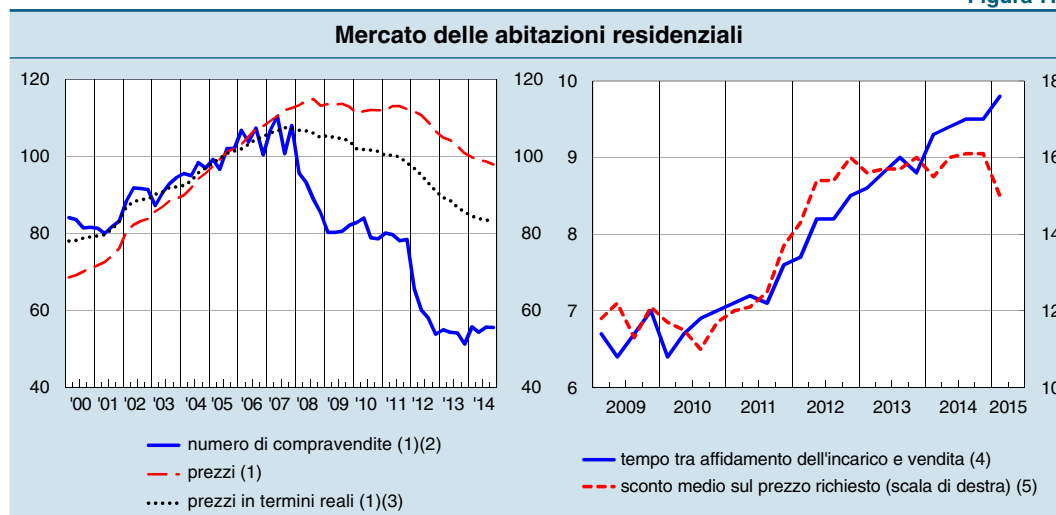
<b>Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2014	Composizione percentuale		2013	2014
		2013	2014		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Depositi bancari (3)	1.076.729	27,3	27,4	16.390	28.140
Italiani	1.046.129	26,5	26,6	16.216	27.957
depositi a vista	543.734	13,1	13,8	10.648	42.063
altri depositi	502.395	13,5	12,8	5.568	-14.106
Esteri	30.600	0,8	0,8	174	183
Titoli obbligazionari	526.149	16,6	13,4	-78.111	-123.965
Italiani	417.358	13,6	10,6	-62.878	-116.269
di cui: <i>pubblici</i>	173.585	4,9	4,4	-23.165	-32.203
<i>bancari</i>	237.498	8,5	6,0	-40.128	-80.659
Esteri	108.791	3,0	2,8	-15.233	-7.697
Quote di fondi comuni	380.184	8,1	9,7	27.817	56.530
Italiani	203.018	4,2	5,2	9.247	33.147
Esteri	177.166	3,8	4,5	18.570	23.383
Azioni e partecipazioni	864.239	21,7	22,0	27.313	2.016
Italiane	818.854	20,7	20,8	25.385	1.263
Estere	45.385	1,1	1,2	1.927	753
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	803.845	19,2	20,4	22.407	53.341
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	518.867	11,9	13,2	18.625	46.399
Altre attività (4)	282.794	7,1	7,2	4.219	12.826
<b>Totale attività</b>	<b>3.933.939</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>20.034</b>	<b>28.887</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine	58.795	6,4	6,4	-529	1.052
di cui: <i>bancari</i>	57.840	6,2	6,3	-230	1.498
Debiti a medio e a lungo termine	634.042	69,7	69,2	-9.894	-7.112
di cui: <i>bancari</i>	538.832	59,4	58,8	-7.235	-6.995
Altre passività (5)	222.911	23,9	24,3	1.715	3.252
<b>Totale passività</b>	<b>915.747</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-8.708</b>	<b>-2.808</b>
<b>SALDO</b>	<b>3.018.192</b>			<b>28.741</b>	<b>31.695</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, conti correnti Bancoposta, biglietti e monete e altre partite minori. – (5) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

*Il mercato delle abitazioni.* – Nel 2014 il mercato delle abitazioni è stato ancora caratterizzato da una debole domanda, pur con alcuni segni di miglioramento. Le compravendite sono aumentate del 3,6 per cento, in parte beneficiando della riduzione delle imposte di registro avvenuta all’inizio dell’anno; restano comunque inferiori di circa il 40 per cento rispetto ai livelli del 2008 (fig. 7.3).

Figura 7.3



Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate, Banca d'Italia, Istat, *Consulente immobiliare* e *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia*, condotto trimestralmente da Banca d'Italia, Tecnoborsa e OMI.

(1) Dati trimestrali; numeri indice: 2005=100. – (2) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario. – (3) Prezzi delle abitazioni deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. – (4) I tempi di vendita sono misurati in mesi. – (5) Gli sconti medi sul prezzo sono indicati in punti percentuali.

Come in altre fasi recessive la ripresa delle transazioni non si è rapidamente riflessa sulle quotazioni immobiliari, scese per il terzo anno consecutivo (-4,2 per cento). Nel secondo semestre del 2014 si è attenuata la flessione dei prezzi, che alla fine dell'anno risultavano ancora inferiori del 14,8 per cento al picco raggiunto nell'estate del 2008. La dinamica dei fattori che normalmente più incidono sui prezzi delle case, quali il reddito disponibile e la disponibilità di mutui, è migliorata nel 2014, ma non al punto da impedirne il calo<sup>4</sup>. I prezzi risentono ancora dell'elevato stock di abitazioni invendute di nuova costruzione, pur se in lento riassorbimento. Nella rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi del 2015 su un campione di 566 imprese edili, la quota di aziende che segnalano giacenze di immobili residenziali superiori ai livelli ritenuti normali l'anno scorso è scesa al 74,3 per cento.

Lo squilibrio tra domanda e offerta ha smesso di crescere, ma rimane significativo. Secondo il sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia, lo sconto medio sui prezzi di vendita nel primo trimestre di quest'anno si è lievemente ridotto, dopo essere rimasto sostanzialmente stazionario su livelli elevati nel 2014 (fig. 7.3; cfr. *Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 25, 2015). Dalla fine dello scorso anno sono inoltre aumentate le famiglie che hanno visitato abitazioni con l'intenzione di acquistare. È proseguita invece la tendenza al rialzo dei tempi di vendita.

<sup>4</sup> A. Nobili e F. Zollino, *A structural model for the housing and credit markets in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 887, 2012.



*I prestiti per l'acquisto di abitazioni.* – La flessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, la componente più rilevante del debito delle famiglie, si è fortemente attenuata (-0,3 per cento a marzo 2015); nel complesso i prestiti alle famiglie consumatrici hanno smesso di scendere (tav. 7.5). Le erogazioni dei nuovi mutui, dopo tre anni di calo sostenuto, hanno registrato un aumento su base annua di oltre il 10 per cento, rimanendo tuttavia ancora inferiori ai rimborsi; la tendenza è proseguita nei primi mesi del 2015 (15 per cento in marzo). Sebbene con minore intensità, anche i nuovi mutui alle persone con meno di 35 anni, che più hanno risentito della precedente fase di restrizione dell'offerta, hanno ricominciato a crescere. La ripresa delle erogazioni è stata sostenuta dalla domanda, sospinta a sua volta dalle prospettive meno sfavorevoli del mercato immobiliare, e dalle migliori condizioni di finanziamento, soprattutto di costo.

Tavola 7.5

<b>Credito alle famiglie consumatrici (1)</b> (dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2015 (2)
	dicembre 2012	dicembre 2013	giugno 2014	dicembre 2014	marzo 2015	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	0,1	-1,2	-1,1	-0,5	-0,3	341.072
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	-0,9	-1,8	-0,3	-0,6	0,0	59.902
Società finanziarie	-1,5	-1,9	-1,7	0,3	-1,0	53.355
<b>Banche e società finanziarie</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>113.257</b>
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	0,4	0,3	1,0	1,2	1,0	110.675
<b>Prestiti totali</b>						
<b>Banche e società finanziarie</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>565.004</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2015 sono provvisori. Per le definizioni delle serie e il calcolo delle variazioni percentuali, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Il dato include i prestiti cartolarizzati. – (3) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui diversi da quelli per l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di unità immobiliari a uso abitativo.

Dalla fine del 2013 i tassi sui nuovi contratti di mutuo (TAEG) si sono ridotti di quasi un punto percentuale (scendendo al 2,9 per cento nel marzo del 2015); ne hanno tratto beneficio anche le famiglie già in possesso di un mutuo, che nel 2014 hanno rinegoziato le condizioni applicate ai prestiti in un numero maggiore di casi rispetto all'anno precedente (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015). La riduzione dei tassi di interesse è stata più forte per i mutui a tasso fisso, diminuiti di oltre un punto, al 3,4 per cento in marzo; la riduzione del tasso variabile è stata di 0,8 punti, al 2,4 per cento. Conseguentemente l'incidenza dei mutui a tasso fisso sulle erogazioni è aumentata, in modo marcato a partire dalla seconda metà del 2014, raggiungendo circa il 30 per cento lo scorso marzo. I mutui a tasso variabile sono rimasti tuttavia prevalenti tra i nuovi contratti di prestito, anche per le aspettative di stabilità del tasso Euribor, cui questi contratti sono indicizzati.

Secondo l'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, il rapporto tra prestito e valore dell'immobile (*loan to value*) ha smesso di

diminuire; alla fine del 2014 era in media pari a circa il 59 per cento. La quota di mutui che permettono di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi addizionali è aumentata di circa un punto percentuale, a poco meno del 21 per cento (14,5 del valore complessivo dei mutui in essere).

In linea con le evidenze provenienti dagli intermediari, i risultati del sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni mostrano una maggiore facilità a ottenere un mutuo da parte delle famiglie: la quota di agenti immobiliari che individua nella difficoltà a reperire un mutuo una delle cause prevalenti di mancata realizzazione della compravendita è diminuita in marzo al 30,9 per cento, il valore minimo dall'inizio della rilevazione nel 2008. Nello stesso mese la quota di compravendite finanziata con un mutuo è aumentata al 65,2 per cento, dal 60,9 del 2013.

## 8. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2014, dopo due anni di calo consecutivo, l'occupazione ha smesso di diminuire. È stata sostenuta prevalentemente dalla ripresa della componente alle dipendenze a tempo determinato, a sua volta trainata dalla domanda di lavoro delle imprese più coinvolte dall'espansione degli scambi con l'estero. Il tasso di disoccupazione ha però raggiunto un massimo storico, sospinto dalla crescita dell'offerta di lavoro indotta dall'allungamento della vita lavorativa e dalla prolungata debolezza delle condizioni economiche delle famiglie.

L'elevata disoccupazione ha continuato a ripercuotersi sulla dinamica delle retribuzioni contrattuali. Gli incrementi previsti dagli accordi conclusi nella prima parte dell'anno sono stati in linea con l'inflazione attesa al momento del rinnovo, poi risultata più bassa; i contratti siglati dalla seconda metà del 2014 prefigurano invece, soprattutto nei comparti più in difficoltà, dinamiche retributive ben più contenute.

La legge delega per la riforma del mercato del lavoro (Jobs Act) è stata approvata alla fine del 2014, rafforzando alcuni indirizzi sottostanti agli interventi realizzati nel 2012. I primi due decreti attuativi, in vigore da marzo di quest'anno, intervengono sugli ammortizzatori sociali, ampliandone ulteriormente le platee di beneficiari potenziali, e sulla disciplina del licenziamento, rendendone gli esiti più prevedibili. Grazie anche agli sgravi contributivi temporaneamente concessi per le assunzioni a tempo indeterminato, queste si sono fortemente innalzate nel primo trimestre dell'anno in corso.

### *L'occupazione e le ore lavorate*

Nel 2014, dopo due anni di intensa flessione, le ore complessivamente lavorate rilevate dai conti nazionali sono marginalmente cresciute (0,1 per cento; tav. 8.1).

Tavola 8.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (variazioni percentuali annue)						
SETTORI	Occupati			Ore lavorate		
	2008-2010	2011-2013	2013-2014	2008-2010	2011-2013	2013-2014
<b>Agricoltura, silvicoltura e pesca</b>	-0,2	-2,6	1,4	-1,7	-2,9	2,2
<b>Industria in senso stretto</b>	-4,1	-2,4	-0,2	-6,6	-3,6	0,9
di cui: <i>attività manifatturiere</i>	-4,3	-2,6	0,0	-7,0	-3,8	1,1
<b>Costruzioni</b>	-1,4	-6,6	-4,5	-2,0	-10,0	-4,9
<b>Servizi</b>	-0,4	-0,1	0,5	-0,7	-0,9	0,3
di cui: <i>prevalentemente pubblici (1)</i>	-0,7	-0,5	0,2	-0,6	-1,0	0,0
<b>Totale</b>	-1,2	-1,0	0,1	-2,0	-2,2	0,1
Dipendenti	-1,1	-0,9	0,2	-2,3	-2,1	0,2
Indipendenti	-1,2	-1,4	-0,2	-1,4	-2,3	-0,1

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

Gli andamenti dell'input di lavoro si sono differenziati tra comparti; in quelli a maggior intensità di lavoro sono stati prevalentemente positivi. Nelle costruzioni si è sensibilmente attenuata la contrazione delle ore lavorate e del numero di occupati. Nella manifattura la crescita sostenuta delle ore lavorate, più intensa nei comparti che hanno beneficiato dell'aumento della domanda estera (cfr. il capitolo 10: *La domanda estera e la bilancia dei pagamenti*), ha riflesso la ripresa delle ore pro capite conseguente al minor ricorso alla Cassa integrazione guadagni (-7,5 per cento di ore autorizzate); dopo sei anni si è interrotta la caduta del numero di occupati che si è attestato su un livello di circa il 14 per cento inferiore a quello del picco ciclico del 2008. Nel settore dei servizi la ripresa delle ore complessivamente lavorate è stata sospinta dall'aumento del numero di addetti, tornato a crescere anche nel comparto a prevalenza pubblico, dopo essersi ridotto di oltre 100.000 unità negli ultimi cinque anni. Si è attenuata la contrazione del numero di lavoratori nelle Amministrazioni pubbliche (-1,3 per cento, dal -1,9 del 2013), risentendo presumibilmente anche dell'allentamento dei vincoli alle assunzioni nel pubblico impiego in atto dal 2008 (cfr. il capitolo 15: *La Pubblica amministrazione*); si è intensificata la crescita nell'istruzione e nella sanità (0,8 per cento).

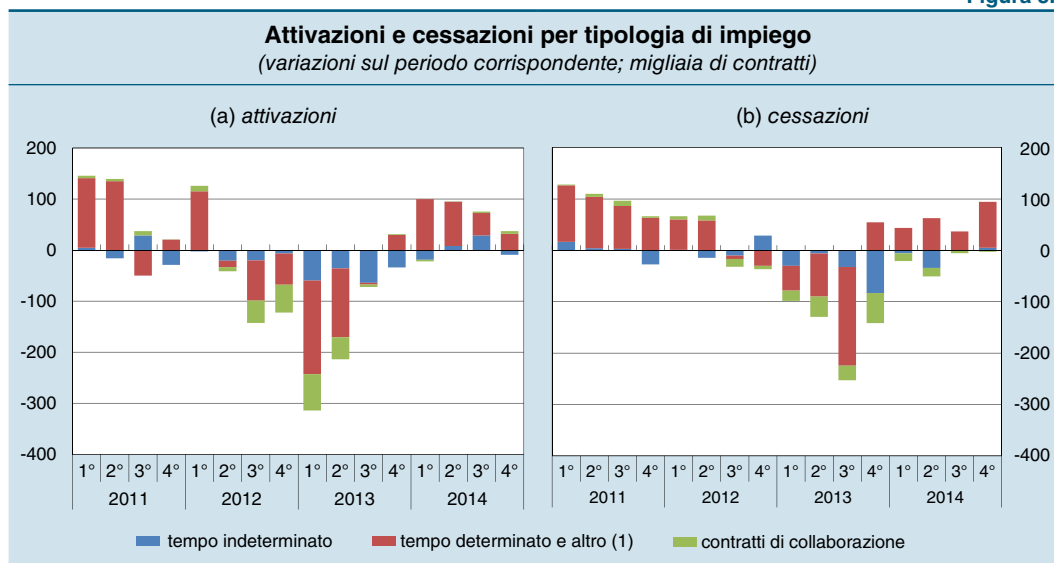
Gli andamenti settoriali hanno influenzato quelli dell'occupazione maschile e femminile. La prima, contrattasi negli ultimi anni, ha cessato di flettere, in linea con l'andamento della domanda di lavoro dell'industria; la seconda è cresciuta (0,6 per cento), sostenuta, come nel periodo 2008-2013, dall'accelerazione della partecipazione femminile al mercato del lavoro e dalla sua maggior concentrazione nei comparti dei servizi.

È proseguito lo spostamento a favore del lavoro alle dipendenze, la cui crescita, sospinta negli ultimi due anni dalla ripresa della domanda di lavoro delle imprese più grandi (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), ha compensato il lieve calo del numero di lavoratori autonomi. Quest'ultimo è stato comunque più contenuto di quello registrato nel biennio precedente, anche per l'esaurirsi degli effetti dei limiti introdotti nel 2012 all'uso del lavoro parasubordinato, che ne avevano comportato una rapida riduzione (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro nella Relazione annuale sul 2013*).

L'espansione dell'occupazione alle dipendenze si è concentrata nella componente a termine (3,6 per cento in più, da -5,9 per cento nel 2013), più reattiva ai segnali di miglioramento ciclico, soprattutto a fronte di prospettive di ripresa ancora incerte<sup>1</sup> (cfr. il capitolo 5: *Il quadro di insieme*). Vi hanno influito anche le modifiche introdotte dai decreti legge 28 giugno 2013, n. 76 e 20 marzo 2014, n. 34 che ne hanno ampliato le possibilità di utilizzo (cfr. il paragrafo: *La regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali*). Per la prima volta dal 2009 hanno ripreso ad aumentare, ancorché lievemente, le posizioni a tempo indeterminato, riflettendo la ripresa delle assunzioni (0,1 e 0,6 per cento rispettivamente; fig. 8.1). Il costante calo di queste ultime dal 2009 e la riduzione delle ore per addetto, consentita dal ricorso alla Cassa integrazione guadagni e ad altre forme di riduzione dell'orario di lavoro, avevano permesso alle imprese di diluire nel tempo l'adeguamento dei livelli occupazionali a quelli più bassi della domanda, senza intensificare il flusso di cessazioni di posizioni a tempo indeterminato, rimasto sostanzialmente costante.

<sup>1</sup> F. Colonna e G. Giupponi, *Why do firms hire on a fixed-term basis? Evidence on the "buffer stocks hypothesis" from the longitudinal sample CICO*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Figura 8.1



Fonte: Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Sistema informatico per le Comunicazioni obbligatorie; cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

(1) La tipologia contrattuale "altro" include: contratto di formazione lavoro (solo PA); contratto di inserimento lavorativo; contratto di agenzia a tempo determinato e indeterminato; contratto intermittente a tempo determinato e indeterminato; lavoro autonomo nello spettacolo; lavoro interinale (solo PA); apprendistato.

Le assunzioni a tempo indeterminato hanno cessato di aumentare nell'ultimo trimestre del 2014, quando le imprese hanno presumibilmente scelto di attendere l'entrata in vigore, nei primi mesi di quest'anno, degli sgravi contributivi e fiscali previsti dalla legge di stabilità per il 2015 (legge 23 dicembre 2014, n. 190; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*) e della nuova disciplina dei licenziamenti delineata dal Jobs Act (legge delega 10 dicembre 2014, n. 183; cfr. il paragrafo: *La regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali*); hanno ripreso a crescere nei primi mesi dell'anno in corso, interessando anche soggetti già occupati con altre tipologie di impiego.

### *L'offerta di lavoro e la disoccupazione*

Il tasso di disoccupazione ha toccato nuovi picchi, raggiungendo il 12,7 per cento nel complesso della popolazione e il 42,7 per cento tra i giovani con meno di 25 anni, il livello più alto dal 1977, primo anno di disponibilità dei dati. Tra il 2008 e il 2014 il numero di disoccupati è pressoché raddoppiato, passando da poco meno di 1,7 milioni a circa 3,2 milioni (tav. 8.2).

Tra il 2008 e il 2011 l'aumento delle persone in cerca di lavoro è stato leggermente più contenuto della perdita di posti di lavoro (rispettivamente, circa 400.000 e oltre 500.000 unità; fig. 8.2); nello stesso periodo la minore offerta di lavoro connessa con l'uscita dal mercato dei lavoratori scoraggiati aveva contenuto il tasso di disoccupazione, salito solo all'8,4 dal minimo storico del 6,1 per cento nel 2007. Tra il 2011 e il 2014 invece, a fronte di una perdita di circa altri 300.000 posti di lavoro, le persone in cerca di impiego sono aumentate di oltre un milione, anche per effetto della forte crescita dell'offerta di lavoro.

Tra i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni, il tasso di attività, che si è progressivamente ridotto negli ultimi vent'anni per effetto della maggiore partecipazione all'istruzione secondaria e terziaria, è rimasto stabile al 27,1 per cento.

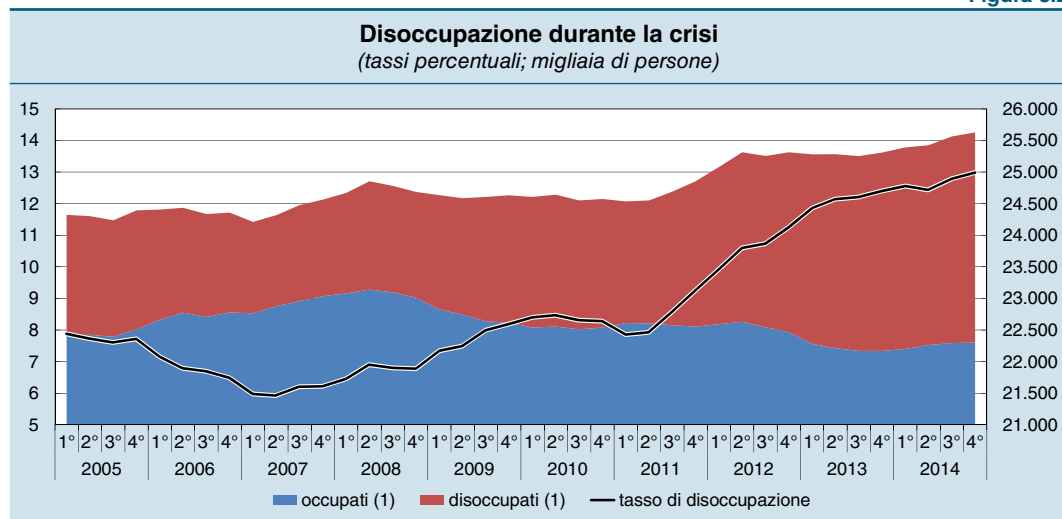
Tavola 8.2

Offerta di lavoro nel 2014 (migliaia di persone e valori percentuali)								
VOCI	Età 15-34		Età 35-54		Età 55 e oltre		Totale	
	migliaia di persone (1)	variazioni percentuali 2013-2014 (2)	migliaia di persone (1)	variazioni percentuali 2013-2014 (2)	migliaia di persone (1)	variazioni percentuali 2013-2014 (2)	migliaia di persone (1)	variazioni percentuali 2013-2014 (2)
<b>Forze di lavoro</b>	<b>6.663</b>	<b>-1,2</b>	<b>14.665</b>	<b>0,1</b>	<b>4.187</b>	<b>8,5</b>	<b>25.515</b>	<b>1,0</b>
<i>maschi</i>	3.754	-1,3	8.359	-0,3	2.574	7,0	14.687	0,7
<i>femmine</i>	2.908	-1,0	6.306	0,5	1.614	10,8	10.828	1,5
<b>Totale occupati</b>	<b>5.035</b>	<b>-2,9</b>	<b>13.266</b>	<b>-0,6</b>	<b>3.978</b>	<b>8,8</b>	<b>22.279</b>	<b>0,4</b>
<i>maschi</i>	2.877	-2,9	7.636	-0,7	2.432	7,6	12.945	0,2
<i>femmine</i>	2.158	-2,8	5.630	-0,5	1.546	10,6	9.334	0,6
<b>In cerca di occupazione</b>	<b>1.627</b>	<b>4,5</b>	<b>1.399</b>	<b>7,0</b>	<b>210</b>	<b>2,9</b>	<b>3.236</b>	<b>5,5</b>
<i>maschi</i>	877	4,5	723	4,8	142	-2,1	1.742	4,0
<i>femmine</i>	750	4,5	676	9,4	68	15,2	1.494	7,2
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>24,4</b>	<b>1,3</b>	<b>9,5</b>	<b>0,6</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>12,7</b>	<b>0,5</b>
<i>maschi</i>	23,4	1,3	8,6	0,4	5,5	-0,5	11,9	0,4
<i>femmine</i>	25,8	1,4	10,7	0,9	4,2	0,2	13,8	0,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Per i tassi, valori percentuali. – (2) Per i tassi, differenze percentuali.

Il peggioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie e l'aumento delle rette di iscrizione hanno scoraggiato le immatricolazioni e indotto gli studenti già iscritti a ridurre i tempi di completamento dei corsi di studio<sup>2</sup>. Nella stessa fascia d'età la quota di coloro che, pur non studiando, non lavorano né cercano un impiego è scesa all'11,9

Figura 8.2



<sup>2</sup> E. Adamopoulou e G.M. Tanzi, *Academic performance and the great recession*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 970, 2014.

per cento, rimanendo tuttavia ancora al di sopra dei livelli registrati prima del 2008. Nella fascia d'età tra i 35 e i 44 anni, il pur lieve incremento del tasso di attività è stato sospinto dalla flessione di oltre il 10 per cento del numero di donne impegnate esclusivamente in attività di cura o familiari.

Tra i più anziani ha infine inciso l'innalzamento dell'età pensionabile operato dal decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201: la quota annua di occupati con più di 50 anni che si ritira dal mercato del lavoro è scesa dal 10 nel 2010 al 5 per cento nel 2014. Una maggiore partecipazione al mercato del lavoro accresce il potenziale produttivo del sistema economico<sup>3</sup>; nel breve periodo la flessione non prevista delle uscite dalla forza lavoro dei più anziani, avvenuta per di più in una fase ciclica recessiva, può aver tuttavia rallentato il normale turnover di personale e quindi frenato il flusso dei nuovi ingressi nell'impiego.

Nonostante la lieve ripresa delle assunzioni, nell'anno appena trascorso il numero dei disoccupati di lunga durata è ancora aumentato, giungendo a costituire oltre il 60 per cento delle persone in cerca di lavoro (era il 45,2 per cento nel 2008). Il prolungamento della durata media della disoccupazione ha interessato, nell'intero arco della fase ciclica negativa, in modo pressoché omogeneo tutti i profili professionali<sup>4</sup>; non riflette pertanto un più marcato disallineamento tra le competenze possedute dai lavoratori e quelle richieste dalle imprese tale da frenare la ripresa dell'occupazione.

L'ampliamento del divario tra domanda e offerta di lavoro ha continuato a contenere la dinamica delle retribuzioni definita dai recenti rinnovi di contratti collettivi<sup>5</sup>. La durata pluriennale di questi ultimi limita peraltro le possibilità di adeguamento del costo orario del lavoro all'evoluzione ciclica successiva al momento in cui sono stati sottoscritti: i rinnovi firmati fino alla prima parte dell'anno scorso erano in linea con le attese di inflazione del momento, prefigurando incrementi medi annui attorno al 2 per cento; il successivo improvviso rallentamento dei prezzi ha invece determinato, per questi comparti, una crescita delle retribuzioni contrattuali in termini reali (cfr. il capitolo 9: *I prezzi, i costi e la competitività*). Le attese di tassi di inflazione più bassi sono state prontamente incorporate nei rinnovi siglati a partire dalla metà del 2014, soprattutto nei comparti più interessati dalla crisi.

Secondo l'indagine condotta dalla Banca d'Italia con altre banche centrali dell'Eurosistema nell'ambito del Wage Dynamics Network, circa il 14 per cento delle imprese italiane con almeno 20 addetti riferisce di aver congelato o ridotto, tra il 2010 e il 2013, il salario dei lavoratori. L'aggiustamento è stato più marcato nelle imprese a maggiore intensità di capitale umano, che hanno contenuto la dinamica del costo del lavoro pur trattenendo la manodopera maggiormente qualificata<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series, 159, 2015.

<sup>4</sup> A. Rosolia, *The Italian labor market after the great crisis*, in *Gli effetti della crisi sul potenziale produttivo e sulla spesa delle famiglie in Italia*, Banca d'Italia, Seminari e convegni, 18, 2014, pp. 186-213.

<sup>5</sup> A. Rosolia, *On the response of Italian wages to the unemployment rate*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> F. D'Amuri, S. Fabiani, R. Sabbatini, R. Tartaglia Polcini, F. Venditti, E. Viviano e R. Zizza, *Italy: evidence from the wage dynamics network*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.



Un freno al costo del lavoro deriverà dalle riduzioni del cuneo fiscale disposte nel corso del 2014: per i contratti a tempo indeterminato la legge di stabilità per il 2015 prevede la deducibilità delle spese per il personale dalla base imponibile dell'IRAP e, per le assunzioni effettuate nel 2015, l'esonero dal pagamento dei contributi a carico del datore di lavoro per 36 mesi (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*). Un ulteriore contenimento del costo del lavoro potrebbe conseguire, indirettamente, dal bonus di 80 euro mensili previsto dal decreto legge 24 aprile 2014, n. 66 a favore delle retribuzioni medio-basse dei lavoratori dipendenti (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

### *La regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali*

Il Jobs Act delinea, nel solco dell'azione condotta dai precedenti governi, una riforma complessiva degli aspetti del mercato del lavoro relativi alla disciplina dei rapporti di lavoro, agli ammortizzatori sociali, alle politiche attive e agli istituti di conciliazione delle esigenze di cura, di vita e professionali. Nei primi mesi del 2015 il Governo ha approvato i primi due decreti attuativi, relativi all'assetto degli strumenti di sostegno ai lavoratori disoccupati e alla disciplina dei licenziamenti.

Il primo provvedimento (decreto legislativo 4 marzo 2015, n. 22) ha esteso la platea dei potenziali beneficiari dei sussidi di disoccupazione, istituendo la Nuova prestazione di assicurazione sociale per l'impiego (NASpI), che unifica i due strumenti preesistenti (ASpI e mini-ASpI) introdotti dalla riforma del 2012, riducendo i requisiti minimi per l'accesso e collegando la durata potenziale dei trattamenti a quella del periodo di lavoro nel quadriennio precedente. Il decreto ha poi introdotto, in via sperimentale, l'assegno di disoccupazione (ASDI), sulla base della condizione economica familiare, ai disoccupati che abbiano esaurito la NASpI. Al fine di stimolare la ricerca di impiego e la riqualificazione professionale, è stata introdotta la possibilità per il lavoratore licenziato di richiedere un voucher da usare presso un'agenzia per il lavoro per l'acquisto di servizi di assistenza nella ricerca di un nuovo impiego o per partecipare ad attività formative. La materia delle politiche attive del lavoro, che prevede l'istituzione di un'Agenzia nazionale, è invece rimandata a un altro decreto e potrebbe scontare i ritardi che hanno già limitato l'efficacia del piano europeo Garanzia Giovani<sup>7</sup>.

Con il secondo provvedimento (decreto legislativo 4 marzo 2015, n. 23) il Governo ha introdotto una nuova disciplina dei licenziamenti per i contratti a tempo indeterminato instaurati a partire dal 7 marzo 2015. La reintegrazione sul posto di lavoro, a fronte di un giudizio di illegittimità del licenziamento, è stata ulteriormente circoscritta rispetto a quanto già disposto dalla riforma del 2012; l'importo dell'indennizzo monetario dovuto al lavoratore è stato inoltre precisato e commisurato all'anzianità di servizio. Infine è stata prevista la possibilità per il datore di lavoro di offrire al lavoratore un'indennità conciliativa, esente da tasse, di importo inferiore all'eventuale indennizzo cui avrebbe diritto in caso di giudizio favorevole e la cui accettazione preclude l'impugnazione del licenziamento o estingue il giudizio se già avviato. Le misure riducono l'incertezza circa gli oneri a carico del datore di lavoro in caso di licenziamento e possono favorire l'utilizzo

<sup>7</sup> Per un'analisi sulla diffusione e sul funzionamento della Garanzia Giovani nelle regioni italiane, cfr. i rispettivi rapporti regionali di prossima pubblicazione nella collana «Economie regionali» della Banca d'Italia.

di contratti a tempo indeterminato, agevolando una ricomposizione verso forme contrattuali più stabili.

Un terzo decreto, approvato in via preliminare dal Consiglio dei ministri, riunisce in un unico testo la disciplina delle diverse forme contrattuali. La regolamentazione del lavoro a tempo determinato, già ampiamente liberalizzata dai decreti legge 76/2013 e 34/2014 rispetto a quanto previsto dalla legge 28 giugno 2012, n. 92 (riforma Fornero), dovrebbe restare sostanzialmente invariata, mentre ulteriori interventi sono previsti sul fronte del lavoro parasubordinato. Si prevede inoltre una nuova disciplina delle mansioni che, garantendo più ampi margini di discrezionalità del datore di lavoro, potrebbe ampliare gli spazi per interventi di riorganizzazione e ricontrattazione e promuovere l'adozione, a livello aziendale, di intese modificative delle regole nazionali.

È proseguito l'impegno delle parti sociali a riformare il sistema delle relazioni industriali, affrontando gli aspetti che finora hanno limitato il ricorso alla contrattazione decentrata<sup>8</sup>. Agli inizi del 2014 il Testo unico sulla rappresentanza ha codificato e armonizzato i contenuti di accordi firmati in precedenza, prevedendo la misurazione della rappresentatività delle sigle sindacali, funzionale all'approvazione a maggioranza di contratti vincolanti per tutti i firmatari. I criteri alla base di tale misurazione non sono stati ancora pienamente specificati. L'efficacia del Testo unico è inoltre limitata al suo perimetro di applicazione, rappresentato dalle parti firmatarie.

---

<sup>8</sup> F. D'Amuri e C. Giorgiantonio, *Diffusione e prospettive della contrattazione aziendale in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 221, 2014.

## 9. I PREZZI, I COSTI E LA COMPETITIVITÀ

Le pressioni al ribasso sull'inflazione, comuni a tutta l'area dell'euro, hanno interessato anche l'economia italiana. La dinamica dei prezzi è scesa in territorio negativo in estate, risentendo non solo dell'andamento dei prezzi dei beni energetici e di quelli alimentari, ma anche della debolezza della domanda, che si è riflessa in misura maggiore rispetto al passato sulle componenti di fondo dell'indice. Il calo dell'inflazione ha influito sulle aspettative, che sono diminuite e hanno mostrato segnali di lieve risalita solo dopo l'avvio del programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema all'inizio del 2015.

Le retribuzioni hanno rallentato; la decelerazione è stata inferiore a quella dei prezzi al consumo, largamente inattesa e quindi non incorporata nei contratti siglati in precedenza. L'andamento dei prossimi rinnovi contrattuali dipenderà anche dall'evoluzione delle aspettative di inflazione.

L'indice di competitività di prezzo dell'Italia è migliorato nei mesi più recenti, soprattutto per effetto del deprezzamento del cambio dell'euro; è rimasto pressoché invariato rispetto all'inizio dell'Unione monetaria (a fronte di guadagni registrati dalla Germania e dalla Francia e a perdite subite dalla Spagna).

### *I prezzi*

Nella media del 2014 l'inflazione, misurata dalla variazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa allo 0,2 per cento (tav. 9.1), il valore più basso dall'avvio della serie storica nel 1987. Nel corso dell'anno è progressivamente diminuita,

Tavola 9.1

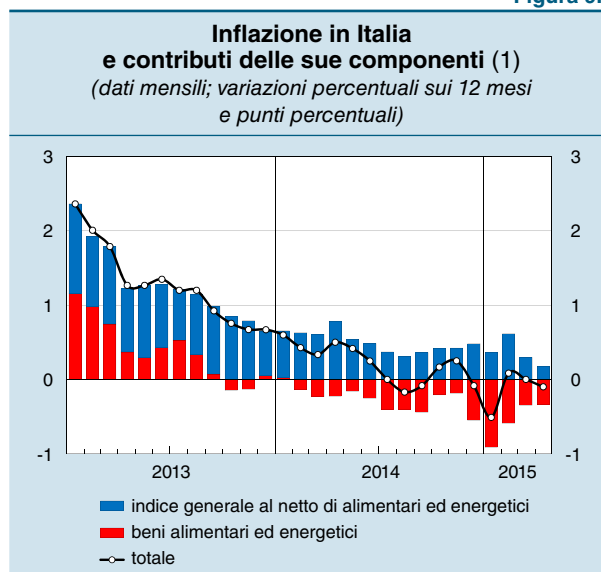
Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2013	2014	2014
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>
Alimentari freschi	2,7	-0,7	8,4
Alimentari trasformati	1,5	0,5	12,3
Energetici	-0,2	-3,0	9,1
Beni non alimentari e non energetici	0,6	0,5	27,7
Servizi	1,6	0,8	42,5
Beni e servizi a prezzo non amministrato	1,0	0,2	89,8
Beni e servizi a prezzo amministrato	3,1	0,5	10,2
Indice generale al netto di alimentari ed energetici	1,3	0,7	70,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

fino a risultare negativa nel terzo trimestre (-0,1 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; fig. 9.1). Nel complesso del 2014 si è accentuata la flessione dei prezzi dei prodotti energetici (-3,0 per cento) e si è annullata la crescita di quelli dei beni alimentari (dal 2,0). Tuttavia, anche al netto di queste componenti, l'inflazione di fondo è scesa a valori minimi nel confronto storico.

I margini ancora ampi di capacità inutilizzata continuano a esercitare una pressione al ribasso sui prezzi, in misura più accentuata rispetto a precedenti episodi recessivi<sup>1</sup>. Vi possono influire variazioni delle aspettative e cambiamenti delle politiche di prezzo delle imprese; queste ultime risentono di circa tre anni di recessione quasi continua e di modifiche strutturali che comportano una maggiore frequenza di aggiustamento al ribasso dei listini (cfr. il riquadro: *I cambiamenti nelle politiche di prezzo delle imprese durante la recessione*).

Figura 9.1



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) IPCA.

## I CAMBIAMENTI NELLE POLITICHE DI PREZZO DELLE IMPRESE DURANTE LA RECESSIONE

Allo scopo di valutare il grado di flessibilità dei prezzi in Italia e la sua evoluzione nel tempo, una recente ricerca ha analizzato un ampio campione di quotazioni di singoli beni e servizi, rilevate mensilmente dall'Istat nell'ambito della costruzione degli indici dei prezzi al consumo<sup>1</sup>.

È emerso un aumento della flessibilità dei prezzi negli ultimi anni. Nella media del periodo 2006-2013 la quota di prodotti che in un determinato mese subisce un aggiustamento dei listini (quota indicativa della frequenza della variazione dei prezzi) è stata pari a circa il 15 per cento, sei punti percentuali in più rispetto agli anni 1996-2001<sup>2</sup>. I prezzi dei beni energetici variano quasi ogni mese; quelli dei servizi restano mediamente stabili per poco meno di un anno. Nel tempo è in particolare aumentata la frequenza con cui si realizzano riduzioni di prezzo (dal 3,5

<sup>1</sup> S. Fabiani e M. Porqueddu, *Changing prices...changing times: evidence for Italy*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> S. Fabiani, A. Gattulli, R. Sabbatini e G. Veronese, *Consumer price setting in Italy*, "Giornale degli economisti e annali di economia", 65, 2006, pp. 31-74.

<sup>1</sup> M. Riggi e F. Venditti, *Surprise! Euro area inflation has fallen*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 237, 2014.

al 6,2 per cento). La variazione è marcata, soprattutto per i servizi, e la dimensione degli aggiustamenti tende a essere più ampia che in passato.

I cambiamenti sono in parte ascrivibili al maggior peso della grande distribuzione. Anche la profonda e prolungata recessione ha però avuto un impatto sul meccanismo di aggiustamento dei prezzi. Per i beni non alimentari e non energetici tale impatto si è manifestato con aggiustamenti verso il basso più frequenti e di entità maggiore, e con rincari di ampiezza meno elevata. Per i servizi si sono invece ridotte la frequenza e l'entità dei rincari.

L'indebolimento della dinamica dei prezzi si è riflesso sulle aspettative (cfr. il riquadro: *I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato*). Le attese sul 2015 censite da Consensus Economics sono state riviste dall'1,3 per cento all'inizio del 2014 a -0,1 lo scorso febbraio; nei mesi più recenti sono lievemente salite, allo 0,1 per cento in maggio, in connessione con l'avvio del programma di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema. Nelle valutazioni degli operatori professionali l'inflazione rimarrebbe contenuta anche nel 2016, allo 0,9 per cento. Secondo le imprese intervistate lo scorso marzo dalla Banca d'Italia nell'ambito dell'indagine condotta in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*, la variazione dei prezzi nell'orizzonte compreso fra tre e cinque anni si collocherebbe all'1,2 per cento (cfr. *Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita. Marzo 2015*, in *Supplementi al Bollettino Statistico*, 18, 2015).

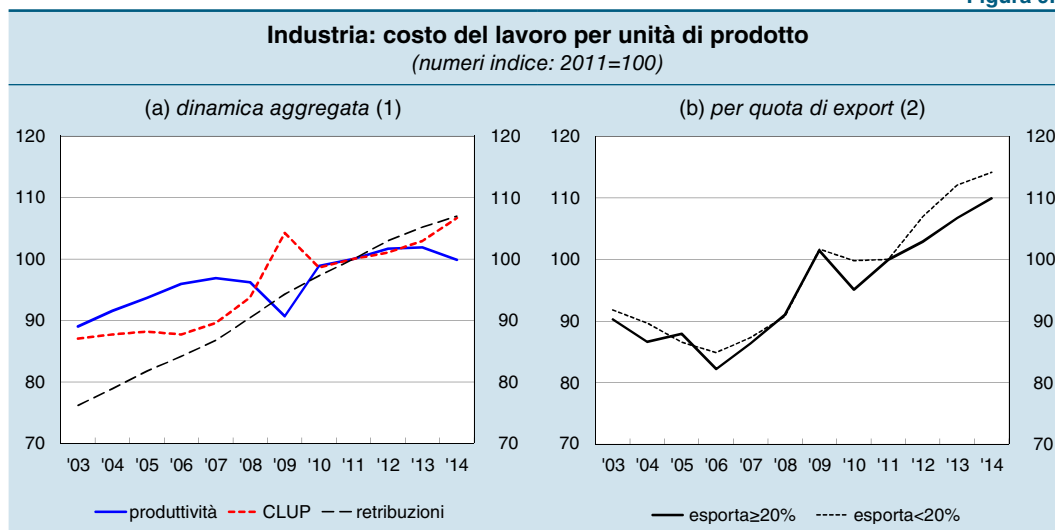
### ***Il costo del lavoro***

Nel 2014 è proseguito il rallentamento delle retribuzioni per ora lavorata (in atto dall'avvio della crisi dei debiti sovrani), per effetto della frenata registrata nel settore privato. Come nel 2013, la crescita delle retribuzioni di fatto è stata inferiore agli incrementi salariali previsti dai contratti collettivi in vigore, anch'essi in marcato rallentamento; le componenti extracontrattuali hanno fornito un contributo nullo.

Le retribuzioni sono comunque cresciute più dei prezzi: gli incrementi salariali previsti dai contratti stipulati sino alla metà del 2014 erano basati sulle previsioni dell'IPCA allora disponibili, successivamente rivelatesi superiori all'inflazione effettivamente realizzata<sup>2</sup> (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso del settore privato è aumentato dell'1,6 per cento, accelerando rispetto al 2013 per effetto della contrazione, di natura ciclica, del valore aggiunto per ora lavorata (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Nell'industria l'accelerazione è stata particolarmente marcata (dall'1,9 al 3,6 per cento; fig. 9.2.a). In questo settore, dall'avvio della crisi dei debiti sovrani, il CLUP è cresciuto di circa il 7 per cento, come in Germania (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*) dove, a differenza dell'Italia, la produttività è aumentata, sebbene meno delle retribuzioni. In Francia e in Spagna la crescita del CLUP è stata invece più lenta, principalmente per effetto di una migliore evoluzione della produttività conseguita, soprattutto in Spagna, mediante una forte contrazione dell'input di lavoro.

<sup>2</sup> L'incremento della dinamica delle retribuzioni in termini reali, passata dallo 0,4 allo 0,9 per cento, è spiegato per 0,1 punti dai contratti siglati nei primi sei mesi del 2014.



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

(1) Produttività calcolata come rapporto tra il valore aggiunto al costo dei fattori a valori concatenati e le ore lavorate; CLUP pari al rapporto tra il costo orario del lavoro dipendente e la produttività. – (2) Imprese distinte a seconda della propensione all'export (almeno il 20 per cento del fatturato; meno del 20 per cento del fatturato). Indicatore di CLUP calcolato come differenza tra la dinamica delle retribuzioni per ora lavorata e la dinamica del fatturato totale a prezzi costanti per ora lavorata.

La crescita del CLUP è tuttavia avvenuta con notevoli differenze tra imprese esportatrici e non esportatrici. Sulla base dell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) della Banca d'Italia, a partire dal 2011 le aziende industriali più dipendenti dalla domanda interna hanno visto crescere il CLUP in misura superiore rispetto a quelle più orientate ai mercati internazionali, nelle quali, grazie alla crescita della domanda, la produttività è aumentata in misura maggiore (fig. 9.2.b).

### *I costi dell'energia e degli altri beni intermedi*

I prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno sono diminuiti in media dell'1,8 per cento nel 2014. Hanno concorso alla flessione il calo dei prezzi dei prodotti energetici e, in misura minore, di quelli della componente alimentare. In Italia l'impatto del prezzo del greggio sull'indice dei prodotti energetici è maggiore rispetto alla Germania e alla Francia; si è tuttavia ridotto nel tempo a causa delle profonde modificazioni che hanno interessato la struttura del settore energetico del Paese (cfr. il riquadro: *Il calo del prezzo del petrolio e la struttura del settore energetico*).

#### **IL CALO DEL PREZZO DEL PETROLIO E LA STRUTTURA DEL SETTORE ENERGETICO**

La riduzione del prezzo del petrolio, per paesi che dipendono dall'estero per le importazioni di greggio, si traduce in una spesa energetica inferiore, liberando risorse che famiglie e imprese possono destinare a consumi e investimenti.

Nel corso degli ultimi decenni il contributo del petrolio al bilancio energetico italiano si è notevolmente ridimensionato: all'inizio degli anni settanta rappresentava quasi il 75 per cento del consumo primario di energia, mentre attualmente tale quota si è ridotta a circa un terzo, concentrata soprattutto nel settore dei trasporti.

Si è poi ridotto il ruolo delle quotazioni del petrolio come valore di riferimento per la fissazione dei prezzi all'ingrosso degli altri prodotti energetici, anche grazie al processo di liberalizzazione dei mercati intrapreso agli inizi degli anni duemila. Il prezzo del gas è sempre più determinato dalle quotazioni che si formano sui principali *hubs* europei sulla base della domanda e dell'offerta, e non è più ancorato ai corsi petroliferi come in passato; il prezzo dell'energia elettrica ha seguito per lo più l'andamento dei mercati del gas ed è stato influenzato dal recente sviluppo delle fonti rinnovabili, che nel 2014 hanno contribuito per il 43 per cento alla produzione di energia elettrica (era il 18 nel 2004), mentre la quota di elettricità ottenuta mediante la trasformazione dei derivati del petrolio e del gas è stata pari al 2 e al 34 per cento, rispettivamente (erano il 16 e il 43 nel 2004). Le fonti rinnovabili hanno beneficiato di incentivi crescenti, che nel 2014 hanno superato i 13 miliardi di euro (più che raddoppiando rispetto al 2011), arrivando a incidere per poco meno di un quarto sulla spesa elettrica dell'utente tipo (era poco oltre un decimo nel 2011).

L'incidenza dei costi della materia prima sui prezzi al dettaglio dei prodotti energetici si è ridotta nel tempo anche per la crescente rilevanza che hanno assunto oneri di natura fiscale e parafiscale (i costi infrastrutturali e il finanziamento alle energie rinnovabili): il costo della materia prima nel 2014 ha rappresentato il 45 per cento del prezzo finale dell'elettricità, circa il 40 per i carburanti e per il gas naturale (erano rispettivamente il 53, il 44 e il 39 per cento nel 2011).

Basandosi su informazioni di origine campionaria<sup>1</sup>, si è stimato che, con una stabilizzazione dei prezzi dei prodotti petroliferi sui livelli del dicembre 2014, le famiglie potrebbero beneficiare di un risparmio sulla spesa per carburanti pari a 2,1 miliardi di euro nel complesso dell'anno in corso (80 euro medi per famiglia); il risparmio sarebbe minore per le famiglie meno abbienti, che più frequentemente non possiedono veicoli. Tutte le famiglie potrebbero invece trarre vantaggio dagli effetti legati alla minor spesa per trasporto, che ammonterebbe a circa 500 milioni nell'ipotesi di una traslazione completa dei minori prezzi dalle aziende alle famiglie. Per le imprese, utilizzando alcune recenti ricostruzioni della spesa energetica<sup>2</sup>, una diminuzione dei prezzi dei derivati del petrolio compresa tra il 10 e il 15 per cento porterebbe a una crescita addizionale di circa 650 milioni di euro per il fatturato (pari a una riduzione dello 0,9 per cento del costo del lavoro) e di 27 milioni per gli investimenti.

<sup>1</sup> I. Faiella e A. Mistretta, *Gli effetti delle riduzioni delle quotazioni del greggio sulla spesa energetica e sull'attività economica*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>2</sup> I. Faiella e A. Mistretta, *Spesa energetica e competitività delle imprese italiane*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 214, 2014.

Anche i beni intermedi non energetici hanno esercitato pressioni al ribasso sui costi delle imprese, seppur in misura minore. I prezzi all'origine di tali prodotti sono diminuiti di circa lo 0,5 per cento nella media del 2014, un valore analogo a quello registrato l'anno precedente. Considerando gli input intermedi importati la flessione è risultata maggiore, pari a quasi il 2 per cento (-2,9 nel 2013).



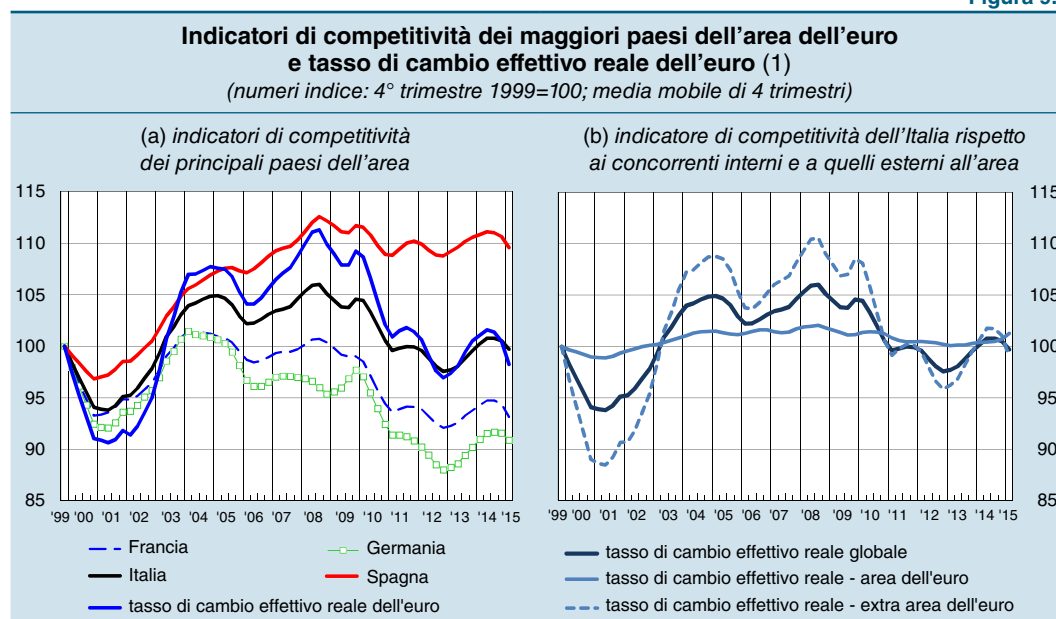
## La competitività di prezzo

Il deprezzamento dell'euro, particolarmente marcato nei primi tre mesi del 2015, si è riflesso in un rapido miglioramento degli indicatori di competitività basati sui prezzi alla produzione rispetto alla fine del 2014, con guadagni stimati tra il 3 e il 4 per cento per i quattro maggiori paesi dell'area.

Considerando l'intero periodo dell'Unione monetaria, tra il 1999 e il 2014 la competitività sui mercati internazionali, sempre sulla base dei prezzi alla produzione, è migliorata per le imprese tedesche e francesi (fig. 9.3.a), principalmente in virtù degli scambi con gli altri paesi dell'area dell'euro<sup>3</sup>; è invece fortemente peggiorata per quelle spagnole. Nel nostro paese si è attestata, nella media del 2014, sui livelli dell'inizio dell'Unione monetaria. Il divario accumulato dall'Italia rispetto alla Francia e, soprattutto, alla Germania, risulta decisamente maggiore se misurato con gli indicatori di competitività basati sui costi unitari del lavoro, elaborati dalla BCE. Analisi empiriche indicano tuttavia che per l'Italia gli indicatori di competitività basati sui prezzi, tra cui quelli alla produzione, spiegano meglio l'andamento delle esportazioni di beni rispetto a quelli basati sui costi unitari del lavoro, che risultano distorti dal processo di globalizzazione<sup>4</sup>.

L'aggiustamento dei prezzi dei nostri manufatti è stato in linea con la media dell'area dell'euro; ne discende che la competitività dell'Italia rispetto al complesso di queste economie è rimasta stabile (fig. 9.3.b).

Figura 9.3



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

(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento segnala una perdita di competitività. Gli indicatori di competitività sono calcolati nei confronti di 61 paesi concorrenti (ivi compresi i membri dell'area dell'euro); il dato per l'ultimo trimestre è in parte stimato. Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è calcolato dalla BCE nei confronti di 20 paesi concorrenti esterni all'area.

<sup>3</sup> A. Felettigh, C. Giordano, G. Oddo e V. Romano, *Reassessing price-competitiveness indicators of the four largest euro-area countries and of their main trading partners*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> C. Giordano e F. Zollino, *Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 233, 2014.

## 10. LA DOMANDA ESTERA E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Il saldo corrente della bilancia dei pagamenti ha continuato a migliorare nel 2014. La correzione complessiva rispetto al minimo toccato nel 2010, pari a oltre 5 punti di PIL, è dovuta solo in parte a fattori ciclici o temporanei. Considerando l'ampiezza dell'output gap e l'elasticità di esportazioni e importazioni, si può concludere che circa metà dell'aggiustamento ha connotati strutturali; vi ha contribuito l'andamento favorevole delle esportazioni di beni, che sono cresciute più della domanda sui mercati di sbocco. La dimensione di impresa, più ridotta in Italia che in altri paesi europei, rimane però un ostacolo a una maggiore penetrazione commerciale sui mercati esteri.

Si sono rafforzati gli afflussi di capitali; gli acquisti dall'estero di titoli di portafoglio italiani, inclusi i titoli di Stato, confermano la rinnovata fiducia degli investitori nei confronti dell'Italia. È di conseguenza proseguito il miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, seppur con oscillazioni legate alla politica di emissioni da parte del Tesoro e al ricorso delle banche al rifinanziamento della BCE.

### *Le esportazioni e le importazioni*

*Le esportazioni.* – Le esportazioni di beni e servizi hanno accelerato nel 2014 (2,7 per cento in volume), riprendendo vigore soprattutto nella seconda metà dell'anno.

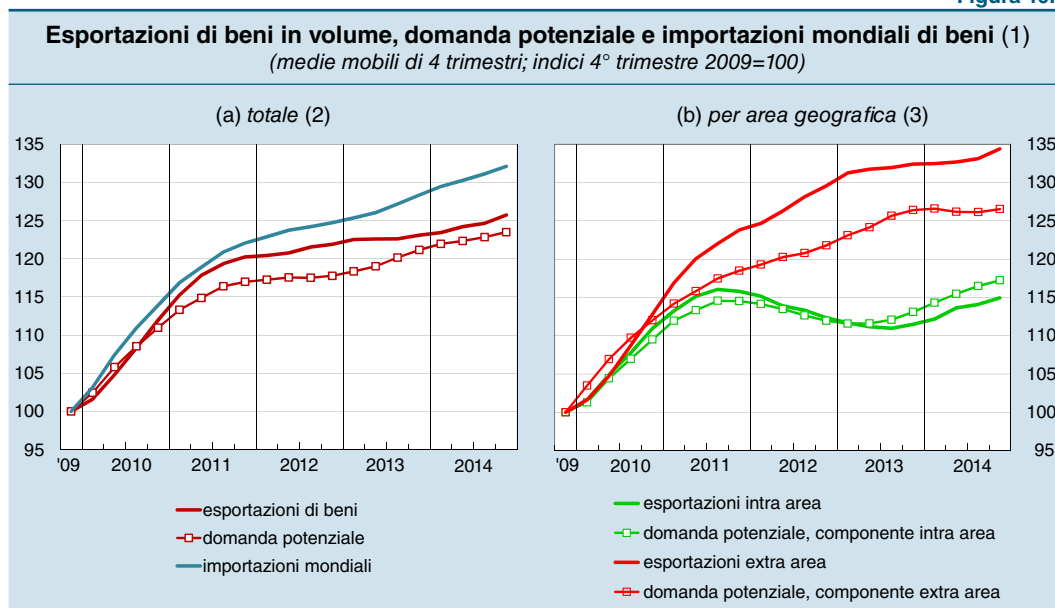
Dopo aver pesantemente risentito del tracollo degli scambi internazionali nel periodo della crisi globale, dal 2010 le vendite estere di beni sono aumentate a un ritmo superiore a quello della domanda potenziale proveniente dai mercati di sbocco; è stato particolarmente favorevole, nel complesso del quinquennio, l'andamento sui mercati esterni all'area dell'euro (fig. 10.1), dove la crescita ha beneficiato del recupero della competitività di prezzo. Ha invece agito da freno la debolezza della domanda proveniente dai paesi dell'area dell'euro, che continuano ad avere un peso rilevante per le nostre esportazioni.

In Italia le esportazioni, a differenza che in altri paesi europei, non sono in prevalenza riconducibili a poche grandi imprese, ma anche al contributo significativo (poco meno del 30 per cento) di quelle medie<sup>1</sup>. L'alta incidenza delle aziende piccole e medie nel nostro sistema produttivo rimane nondimeno un elemento di debolezza, in quanto la dimensione di impresa è un fattore fondamentale della capacità di penetrazione commerciale sui mercati esteri, misurata dalla percentuale delle aziende esportatrici sul totale, dalla quota di mercato, dal numero e dalla distanza dei mercati raggiunti. Dall'inizio dello scorso

<sup>1</sup> A. Berthou, E. Dhyne, M. Bugamelli, A.M. Cazacu, C.V. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Meriküll, F. Oropallo e A.C. Soares, *Assessing European firms' exports and productivity distributions: the CompNet trade module*, BCE, Working Paper Series, 1788, 2015.

decennio, infatti, le esportazioni delle imprese con meno di 50 addetti non sono più riuscite a tenere il passo di quelle delle aziende di dimensione maggiore.

Figura 10.1



Fonte: elaborazioni su dati Istat, FMI e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.  
(1) Dati corretti per la stagionalità. – (2) Esportazioni di beni di contabilità nazionale. La domanda potenziale è calcolata come media ponderata delle importazioni in volume dei partner commerciali dell'Italia, pesate per le rispettive quote sulle esportazioni italiane in valore. – (3) La spaccatura delle esportazioni di beni tra intra ed extra area dell'euro è stimata, a partire dal dato aggregato di contabilità nazionale, sulla base dei dati di commercio estero e dei prezzi della produzione industriale venduta all'estero.

La crescita delle esportazioni di beni nel 2014 (2,5 per cento sulla base dei conti nazionali) è stata sospinta dalle vendite di macchinari e di autoveicoli e altri mezzi di trasporto; anche quelle di abbigliamento e di prodotti in pelle hanno continuato a espandersi a tassi superiori alla media<sup>2</sup>. È continuata la contrazione dei flussi riferiti ai prodotti petroliferi raffinati, a quelli in metallo e al settore dell'elettronica.

Nel 2014 le esportazioni verso l'area dell'euro e gli altri paesi dell'Unione europea sono tornate a crescere; si è invece arrestata l'espansione nei paesi extra UE, nonostante il contributo positivo degli Stati Uniti e dell'Asia orientale. Le tensioni geopolitiche si sono riflesse in un forte calo delle vendite in Russia, il cui peso sulle esportazioni complessive era comunque già contenuto, inferiore al 3 per cento (cfr. il riquadro: *I riflessi economici della crisi in Ucraina*).

*Le importazioni.* – Le importazioni di beni e servizi sono cresciute nel 2014 (1,8 per cento), dopo la forte flessione del biennio precedente. Nel comparto dei beni la ripresa è stata diffusa, con l'esclusione delle materie prime e dei prodotti petroliferi; per questi settori la caduta dei volumi importati si è accompagnata a una forte riduzione dei prezzi di acquisto.

<sup>2</sup> L'analisi geo-settoriale dei dati di commercio estero rimane attendibile per l'interpretazione dei conti nazionali, sebbene i nuovi standard statistici (SEC 2010) abbiano introdotto un divario tra le due fonti a causa del diverso trattamento delle merci che attraversano la frontiera per lavorazioni in conto terzi; L. Bracci, S. Fabiani e A. Felettigh, *Trading processing for goods: a different view from the past on Italian trade flows?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

## Il conto corrente e il conto capitale

Nel 2014 la bilancia dei pagamenti italiana ha adottato i nuovi standard statistici previsti dall’FMI<sup>3</sup>. Il conto dei beni include ora anche gli importi relativi ad alcune transazioni illegali e i proventi netti delle compravendite estero su estero (*merchanting*); l’impatto di tali voci è lieve (intorno allo 0,5 per cento per le esportazioni e allo 0,3 per le importazioni). Le merci che attraversano la frontiera per essere lavorate senza cambiare di proprietà, invece, non vengono più registrate come scambi di beni; sono ora incluse nel conto dei servizi come lavorazioni per conto terzi, una delle modalità con cui le imprese partecipano alle catene globali del valore (cfr. il riquadro: *La posizione dell’Italia nelle catene globali del valore*).

### LA POSIZIONE DELL’ITALIA NELLE CATENE GLOBALI DEL VALORE

La frammentazione internazionale della produzione e l’espansione dell’attività delle multinazionali hanno profondamente cambiato il modo di produrre e di scambiare beni e servizi. L’importanza delle esportazioni come elemento di valutazione della posizione competitiva di un paese sui mercati mondiali e di accesso ai mercati di sbocco si è ridotta. A un aumento delle esportazioni può infatti corrispondere una variazione contenuta del valore aggiunto interno se le esportazioni includono in misura crescente valore aggiunto importato; i beni intermedi attraversano poi più volte i confini di un paese, determinando un rigonfiamento dei flussi di commercio estero (i cosiddetti fenomeni di duplicazione o *double counting*). Per effetto della frammentazione internazionale della produzione, le esportazioni possono inoltre essere attivate dalla domanda finale di un paese che non coincide con quello di prima destinazione dei beni e dei servizi venduti all’estero. I mercati esteri sono serviti infine in misura crescente da multinazionali che svolgono la produzione in loco attraverso imprese controllate.

La recente disponibilità di tavole input-output globali e lo sviluppo di una metodologia coerente per la scomposizione delle esportazioni nelle loro componenti (valore aggiunto interno, importato e duplicazioni) forniscono nuovi strumenti per l’analisi dei flussi di valore aggiunto scambiati tra paesi, dalla loro creazione fino al consumo finale<sup>1</sup>.

Sulla base di tali informazioni si può valutare che, tra il 1999 e il 2011, il contenuto di valore aggiunto interno delle esportazioni italiane sia sceso di circa dieci punti percentuali (al 72,7 per cento; tavola). Ciò è dovuto per circa due terzi all’aumento dell’incidenza del valore aggiunto importato, segnalando un più intenso ricorso delle imprese italiane a input prodotti all’estero, e per un terzo alla crescita della componente *double counting*, che aumenta con il grado di complessità delle catene produttive a cui partecipa il paese. Sebbene l’indice complessivo che misura la partecipazione a catene globali del valore dell’Italia sia cresciuto (ultima riga della

<sup>1</sup> R. Cappariello e A. Felettigh, *How does foreign demand activate domestic value added? A comparison among the largest euro-area economies*, Banca d’Italia, Temi di discussione, 1001, 2015.

<sup>3</sup> FMI, *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6 ed., 2009 (BPM6); cfr. il riquadro: *I nuovi standard internazionali dei conti con l’estero*, in *Bollettino economico*, 4, 2014.

**Scomposizione del contenuto delle esportazioni italiane di beni e servizi (1)**  
(in percentuale del totale delle esportazioni)

COMPONENTI	1999	2007	2009	2011
<b>Totale esportazioni</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Valore aggiunto interno</b>	<b>82,1</b>	<b>74,6</b>	<b>78,4</b>	<b>72,7</b>
Assorbito dalla domanda finale estera	81,1	73,6	77,6	71,9
attivato dalla domanda finale del paese di prima destinazione	72,9	64,6	69,4	63,7
esportato come bene finale	39,7	33,2	37,6	32,7
esportato come bene intermedio	33,2	31,4	31,8	31,0
riesportato dal paese di prima destinazione per il consumo finale in paesi terzi (A)	8,2	9,0	8,2	8,2
Reimportato dall'Italia (B)	1,0	1,0	0,8	0,8
<b>Valore aggiunto importato (C)</b>	<b>14,3</b>	<b>18,8</b>	<b>16,8</b>	<b>20,5</b>
<b>Componente double counting (D)</b>	<b>3,6</b>	<b>6,6</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>
<i>Indice di partecipazione a catene globali del valore (A+B+C+D)</i>	<i>27,1</i>	<i>35,4</i>	<i>30,6</i>	<i>36,3</i>

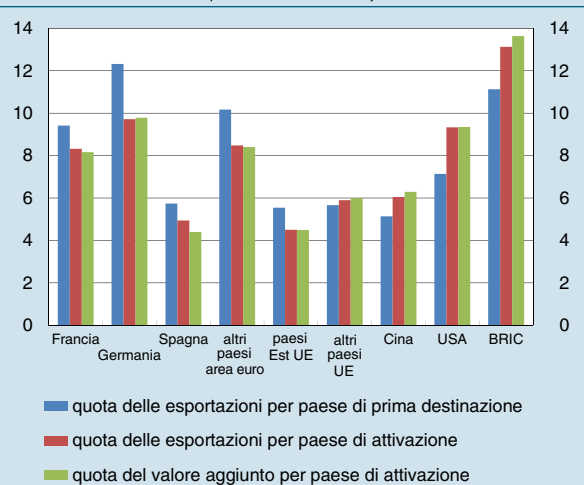
Fonte: R. Cappariello e A. Felettigh, 2015.  
(1) Escluso turismo.

tavola), nel 2011 era ancora inferiore rispetto alle principali economie dell'area dell'euro. La Germania in particolare è parte di catene globali più complesse, anche a causa della specializzazione nel settore automobilistico e delle scelte organizzative delle imprese che vi operano: pur beneficiando della forte integrazione produttiva soprattutto con le economie dell'Europa orientale, le imprese tedesche tendono a mantenere la fase di assemblaggio nel proprio paese<sup>2</sup>.

La scomposizione per paese di attivazione della domanda finale rivela che per l'Italia il ruolo delle economie della UE è significativamente minore di quanto segnalato dall'analisi tradizionale dei flussi di esportazione riferiti al paese di prima destinazione (figura A). Ciò dipende dal peso rilevante

Figura A

**Quote delle esportazioni e del valore aggiunto esportato dall'Italia per paese di prima destinazione e per paese di attivazione della domanda finale**  
(miliardi di dollari)



Fonte: R. Cappariello e A. Felettigh, 2015.

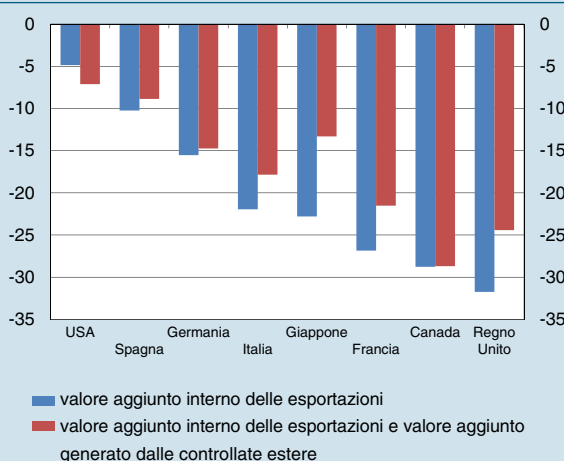
<sup>2</sup> J. Amador, R. Cappariello e R. Stehrer, *Global value chains: a view from the euro area*, "Asian Economic Journal", 29, 2, 2015, pp. 1-22.

delle catene di produzione regionali interne alla UE, che generano intensi scambi di input per la produzione di beni destinati al consumo finale in economie non europee. Di conseguenza il peso degli Stati Uniti e di altri paesi esterni all'Unione nell'attivare valore aggiunto interno nel nostro paese è maggiore se valutato sulla base della domanda finale piuttosto che sui flussi delle esportazioni bilaterali<sup>3</sup>.

Gli indicatori del valore aggiunto contenuto nelle esportazioni, integrati con una nuova base dati sulle imprese a controllo estero in un ampio numero di paesi, consentono di misurare e confrontare direttamente le due modalità con cui le imprese soddisfano la domanda estera (esportazioni e investimento diretto)<sup>4</sup>. Quest'ultima può infatti attivare sia valore aggiunto contenuto nelle esportazioni, sia valore aggiunto generato dalle controllate estere. La quota di mercato del valore aggiunto complessivo destinato a servire i mercati esteri ha un'evoluzione diversa rispetto alla quota basata sulle sole esportazioni (figura B). Per l'Italia la perdita di posizioni competitive sul mercato mondiale è inferiore quando si tiene conto dell'attività delle imprese localizzate all'estero rispetto a quando si considera il solo valore aggiunto esportato (nel primo caso la quota diminuisce del 18 per cento tra il 2004 e il 2011, nel secondo del 22 per cento). Miglioramenti più marcati si riscontrano per Giappone, Francia e Regno Unito.

Figura B

**Variatione delle quote di mercato sul valore aggiunto destinato a servire i mercati esteri tra il 2004 e il 2011**  
(variazioni percentuali; prezzi e cambi correnti)



Fonte: S. Federico, *How does multinational production affect the measurement of competitiveness?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>3</sup> A. Borin e M. Mancini, *Follow the value added: an accounting of bilateral gross exports*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>4</sup> S. Federico, *How does multinational production affect the measurement of competitiveness?*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Nel 2014 l'avanzo del saldo corrente ha sfiorato il 2 per cento del PIL, proseguendo il miglioramento in atto dal 2011 (tav. 10.1). L'aumento rispetto all'anno precedente è stato determinato da tutte le componenti, tranne quella dei servizi (fig. 10.2); il contributo maggiore è provenuto dal surplus dei beni, che ha superato il 3 per cento del PIL. La forte riduzione degli acquisti di materie prime energetiche, che ha riguardato in pari misura petrolio e gas naturale, ha causato un calo delle importazioni complessive dai principali fornitori, paesi OPEC e Russia. Sono scesi in particolare i consumi interni da parte del settore petrolchimico, mentre è rimasta quasi invariata la domanda di carburanti.

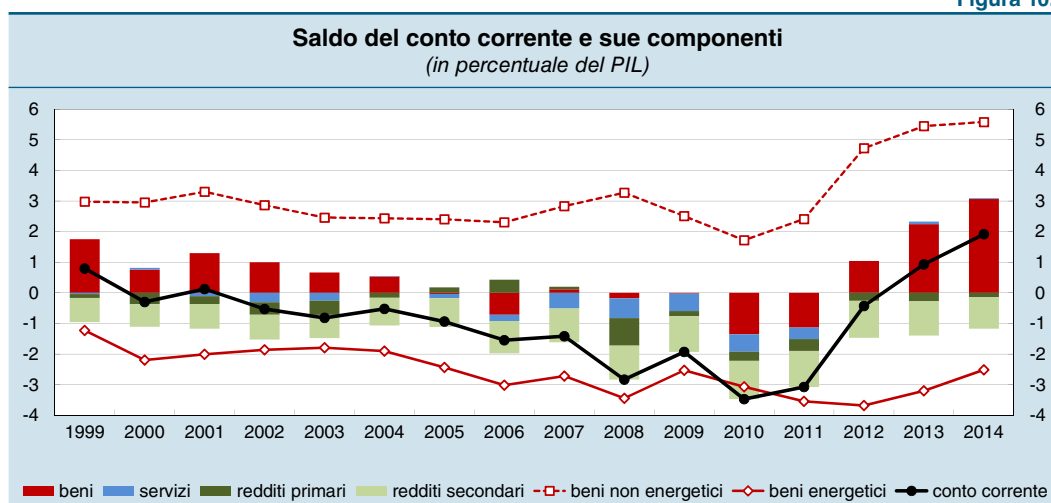
Tavola 10.1

<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (saldi in miliardi di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Conto corrente</b>	<b>-55,7</b>	<b>-50,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>15,0</b>	<b>30,9</b>
<i>in percentuale del PIL</i>	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,9
<b>Merci</b>	<b>-21,7</b>	<b>-18,6</b>	<b>16,8</b>	<b>36,1</b>	<b>49,5</b>
prodotti non energetici (2)	27,6	39,5	76,3	87,6	90,1
prodotti energetici (2)	-49,3	-58,1	-59,5	-51,5	-40,7
<b>Servizi</b>	<b>-9,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>
di cui: <i>trasporti</i>	-8,5	-8,7	-8,2	-7,9	-8,3
di cui: <i>viaggi</i>	8,8	10,3	11,5	12,8	12,5
<b>Redditi primari</b>	<b>-4,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>
<b>Redditi secondari</b>	<b>-20,0</b>	<b>-19,3</b>	<b>-19,5</b>	<b>-18,1</b>	<b>-16,6</b>
<b>Conto capitale</b>	..	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Conto finanziario (3)</b>	<b>-87,7</b>	<b>-69,1</b>	<b>-14,8</b>	<b>11,3</b>	<b>50,2</b>
Investimenti diretti	16,1	12,3	5,3	3,6	9,0
Investimenti di portafoglio	42,5	9,7	-25,9	-14,6	-4,5
Derivati	5,0	-7,3	5,8	3,0	-3,6
Altri investimenti	-152,3	-84,8	-1,5	17,7	50,2
Variazione delle riserve ufficiali	1,0	0,9	1,5	1,5	-1,0
Errori e omissioni	-32,1	-19,7	-11,8	-3,8	15,9

Fonte: Istat per il PIL.  
 (1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Elaborazioni su dati di commercio estero dell'Istat. – (3) La convenzione di segno che ha tradizionalmente caratterizzato il conto finanziario è stata abbandonata con l'adozione del BPM6: come già avveniva dal lato delle passività, ora valori positivi (negativi) delle attività ne indicano un incremento (riduzione). Saldi positivi (negativi) indicano pertanto acquisizioni nette di attività (passività).

Il saldo dei beni è migliorato di 4,4 punti di PIL rispetto al minimo raggiunto nel 2010 (fig. 10.2). Il riequilibrio dei conti con l'estero è dovuto solo in parte a fattori ciclici e temporanei, come la debolezza della domanda interna, che ha frenato le importazioni dell'Italia, e il venir meno delle agevolazioni al fotovoltaico, che nel biennio 2010-11 avevano incentivato le importazioni di pannelli solari. L'evidenza indica che circa la metà dell'aggiustamento ha connotati strutturali e riflette anche la migliorata capacità degli esportatori italiani di tenere il passo con l'espansione della domanda (cfr. il riquadro: *Il saldo di conto corrente aggiustato per il ciclo*).

Figura 10.2



Fonte: Istat per il PIL; elaborazioni su dati Istat di commercio estero per la spaccatura tra beni energetici e non energetici.



## IL SALDO DI CONTO CORRENTE AGGIUSTATO PER IL CICLO

Le stime disponibili indicano un riequilibrio dei conti con l'estero dell'Italia anche al netto di fattori ciclici o temporanei. Secondo la metodologia utilizzata dalla Commissione europea (che aggiusta il conto corrente osservato in funzione dell'output gap interno e di quello medio dei paesi partner, dell'elasticità di importazioni ed esportazioni al reddito e della loro incidenza sul PIL)<sup>1</sup>, nel 2014 il conto corrente corretto per il ciclo economico sarebbe risultato in attivo per lo 0,7 per cento del PIL (da un deficit dello 0,1 nel 2013); nell'anno in corso migliorerebbe ancora, fino all'1,4.

Tali valutazioni sono soggette ad ampi margini di incertezza poiché dipendono dalla stima dell'output gap; tuttavia, anche considerando la soglia inferiore dell'intervallo delle stime della Banca d'Italia sulla dimensione dell'output gap (cfr. il riquadro: *Il prodotto potenziale e l'output gap in Italia*), il saldo strutturale calcolato secondo questo approccio sarebbe pressoché in equilibrio.

Le analisi del Fondo monetario internazionale forniscono indicazioni simili: nel 2013 (ultimo anno disponibile) il saldo corretto per il ciclo economico e per quello dei prezzi delle materie prime sarebbe stato in attivo per lo 0,3 per cento del PIL.

<sup>1</sup> Per dettagli sulla metodologia, cfr. M. Salto e A. Turrini, *Comparing alternative methodologies for real exchange rate assessment*, Commissione europea, Economic Papers, 427, 2010.

Un contributo rilevante alla correzione del saldo dei beni tra il 2010 e il 2014 è provenuto dall'incremento delle esportazioni verso i paesi esterni alla UE, in particolare gli Stati Uniti e l'OPEC; con questi ultimi si è registrato nel 2014 un avanzo per la prima volta dal 1970 (inizio delle serie storiche). Il saldo nei confronti dei paesi dell'Unione europea è divenuto positivo; circa la metà dell'incremento complessivo è riconducibile alla riduzione del deficit con la Germania.

Nel conto dei servizi sono tornate a espandersi le spese per turismo degli italiani, dopo anni di stagnazione; la crescita è stata maggiore di quella dei consumi interni delle famiglie. La spesa dei turisti stranieri in Italia ha continuato a crescere (di circa il 5 per cento). Il saldo dei viaggi è rimasto in avanzo. I servizi di lavorazione per conto terzi hanno generato un surplus, trainato dai prodotti a tecnologia media o elevata (farmaceutica, chimica e prodotti petroliferi raffinati) e solo parzialmente compensato da un disavanzo in settori a bassa tecnologia.

Il miglioramento del deficit dei redditi primari, di oltre 2 miliardi, è stato determinato da quello dei redditi da capitale. Al disavanzo nei redditi secondari hanno continuato a contribuire soprattutto i trasferimenti pubblici con le istituzioni della UE; si è quasi arrestato il calo delle rimesse all'estero degli immigrati.

Il netto miglioramento del saldo del conto capitale nel 2014 (oltre 3 miliardi) è largamente dovuto al venir meno di fattori non ricorrenti (quali l'acquisto di diritti di emissione di anidride carbonica) registrati nel 2013.

## Il conto finanziario

Nel 2014 i flussi delle transazioni finanziarie si sono riavvicinati significativamente ai livelli prevalenti prima della crisi del debito sovrano in Europa.

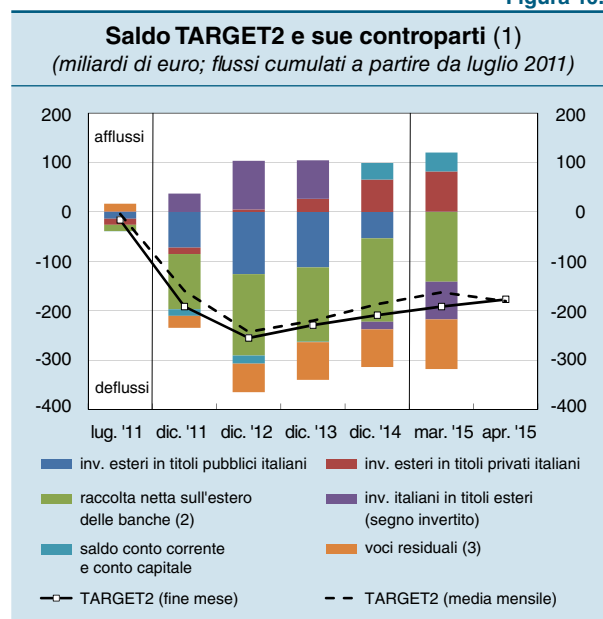
I non residenti hanno effettuato acquisti netti di titoli di portafoglio italiani per quasi 100 miliardi, in prevalenza titoli pubblici (circa 59 miliardi, in larghissima parte sulle scadenze oltre l'anno; erano stati meno di 14 nel 2013) e altri strumenti di debito, inclusi quelli emessi dalle banche italiane; gli investimenti azionari si sono concentrati sui titoli del settore bancario. Gli afflussi di capitali per investimenti diretti sono rimasti nell'ordine dell'1 per cento del PIL, un livello modesto nel confronto europeo.

I residenti hanno complessivamente acquisito attività estere per 123 miliardi, in larga parte titoli di portafoglio (circa 93 miliardi). Gli investimenti diretti, principalmente azioni e utili reinvestiti, hanno contribuito per 20 miliardi (secondo dati ancora provvisori)<sup>4</sup>.

Gli acquisti di quote di fondi comuni esteri sono stati consistenti; l'importo (oltre 65 miliardi) è stato pari a circa la metà della raccolta netta del segmento del risparmio gestito in Italia nel 2014 (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Hanno acquistato soprattutto le assicurazioni e i fondi pensione e di investimento ma anche direttamente i risparmiatori (per un terzo). Le società finanziarie non bancarie hanno investito anche in titoli di debito (circa 23 miliardi concentrati nelle scadenze oltre l'anno). Le banche italiane hanno aumentato di oltre 6 miliardi i propri depositi presso controparti estere.

Al miglioramento del saldo degli "altri investimenti" (depositi, prestiti e crediti commerciali) ha contribuito per poco meno della metà il calo (di 20 miliardi) della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2. Il ridimensionamento è stato favorito dall'avanzo delle partite correnti e dagli afflussi di capitali esteri per investimenti in titoli italiani, pubblici e privati; la raccolta netta delle banche residenti sul mercato interbancario internazionale<sup>5</sup> ha invece continuato a ridursi, in misura tuttavia inferiore rispetto al recente passato (fig. 10.3).

Figura 10.3



(1) Scomposizione del saldo in base all'identità contabile della bilancia dei pagamenti. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti. – (3) Investimenti diretti esteri, derivati, altri investimenti, errori e omissioni.

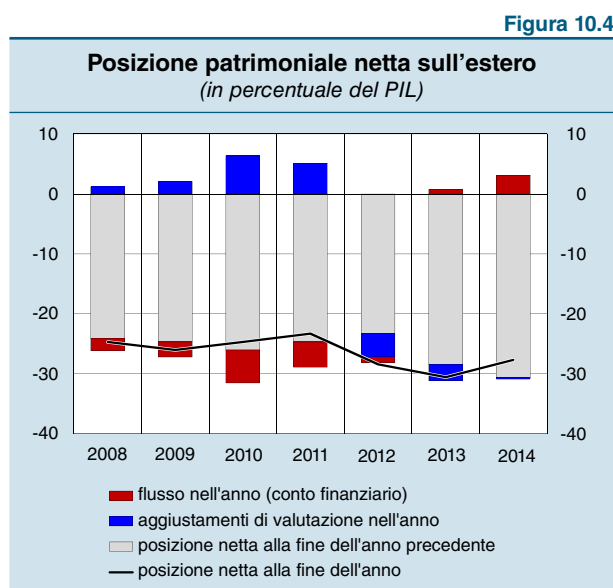
<sup>4</sup> I dati saranno rivisti in autunno dopo che sarà completata l'acquisizione delle informazioni del *direct reporting*, il cui impatto storicamente si concentra negli investimenti diretti.

<sup>5</sup> Inclusa la componente in pronti contro termine intermediata da controparti centrali residenti.

Il saldo TARGET2 ha continuato a migliorare nei primi mesi dell'anno in corso (di quasi 32 miliardi alla fine di aprile), sebbene con fluttuazioni legate alla politica di emissioni da parte del Tesoro e al ricorso delle banche al rifinanziamento della BCE, che tende a sostituire forme di approvvigionamento più costose. Sono proseguiti gli acquisti esteri di titoli pubblici italiani (54 miliardi nel primo trimestre).

### La posizione patrimoniale sull'estero

Alla fine del 2014 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia era negativa per 447,9 miliardi, il 27,7 per cento del PIL, quasi tre punti in meno rispetto alla fine del 2013 (fig. 10.4). Il miglioramento è stato determinato dall'avanzo delle partite correnti; gli aggiustamenti di valutazione hanno infatti avuto un impatto nel complesso negativo (5,4 miliardi), per effetto di un incremento del valore delle passività più forte di quello delle attività. La rivalutazione delle prime è stata determinata per oltre la metà dalla crescita, con la discesa dei tassi di interesse, del valore di mercato dei titoli pubblici italiani detenuti da non residenti; all'aumento dell'attivo ha contribuito la rivalutazione delle riserve auree e delle altre riserve ufficiali (per 12,6 miliardi).



Alla fine del 2013 le attività di portafoglio non dichiarate detenute all'estero dagli italiani erano verosimilmente dell'ordine di grandezza dei 120 miliardi di euro, sui livelli dell'anno precedente; considerando anche i depositi bancari, la sottostima delle attività sull'estero per il complesso di questi strumenti finanziari sarebbe compresa tra i nove e i dieci punti percentuali di PIL<sup>6</sup>.

Il saldo della posizione patrimoniale sull'estero rimane ben inferiore alla soglia di allerta (35 per cento del PIL) valida per la procedura sugli squilibri eccessivi della Commissione europea (cfr. il riquadro: *Gli squilibri macroeconomici nell'Unione europea*). Le prospettive a medio termine prefigurano un progressivo miglioramento del saldo, grazie all'avanzo di parte corrente (cfr. *Bollettino economico*, 1, 2015). Il deprezzamento dell'euro, in particolare nei confronti del dollaro e del franco svizzero, avvenuto all'inizio del 2015, dovrebbe inoltre avere un impatto positivo, in quanto il peso degli strumenti finanziari denominati in valuta estera è molto maggiore per le attività rispetto alle passività.

<sup>6</sup> Aggiornamento al 2013 dei risultati del lavoro di V. Pellegrini ed E. Tosti, *In search of lost capital: an estimation of undeclared portfolio assets*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 131, 2012.

## 11. LA FINANZA PUBBLICA

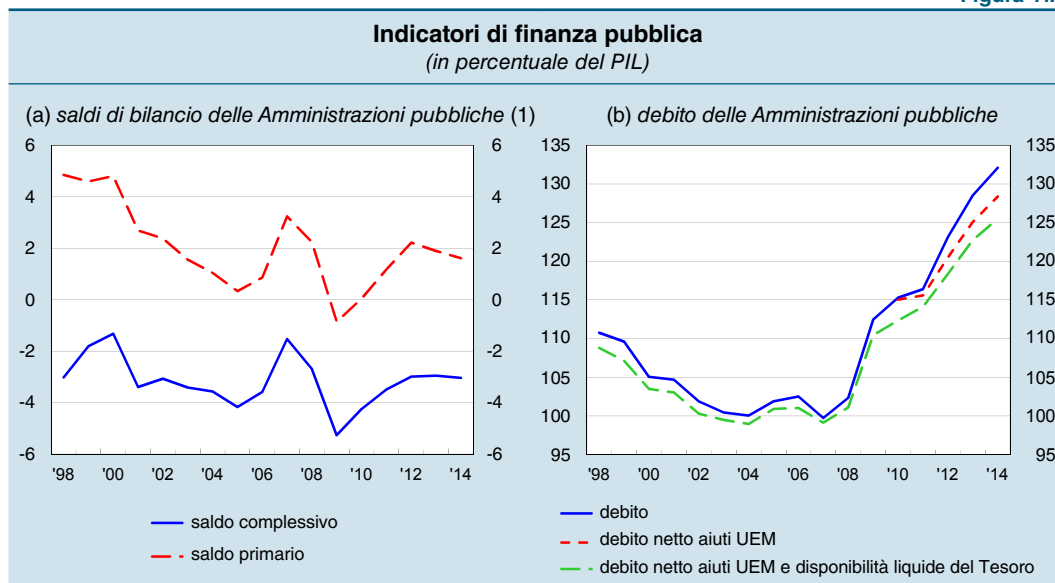
Nel 2014, in un contesto macroeconomico difficile, la politica di bilancio è stata sostanzialmente neutrale. Nell'ambito dei vincoli previsti dalle regole di bilancio europee il Governo ha operato una ricomposizione del bilancio pubblico con finalità di sostegno dell'economia. È stato, in particolare, ridotto il cuneo fiscale gravante sui redditi da lavoro dipendente medio bassi. Nonostante il protrarsi della recessione, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è rimasto stabile intorno al 3 per cento del prodotto. Il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato, risentendo del ristagno del prodotto nominale; circa un terzo dell'incremento riflette gli oneri connessi con i provvedimenti relativi ai debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche e con il sostegno finanziario ad altri paesi dell'area dell'euro.

Nel 2015, nelle stime del *Documento di economia e finanza*, l'orientamento della politica di bilancio rimarrebbe pressoché neutrale; la riduzione della spesa per interessi consentirebbe comunque un lieve miglioramento del saldo strutturale.

### La finanza pubblica nel 2014

L'indebitamento netto del 2014 è stato pari al 3,0 per cento del PIL, quasi invariato rispetto all'anno precedente (2,9 per cento; fig. 11.1). La riduzione dell'avanzo primario (dall'1,9 per cento del PIL nel 2013 all'1,6 nel 2014) è stata quasi interamente

Figura 11.1



Fonte: Istat, per l'indebitamento netto e per l'avanzo primario.

(1) Un saldo negativo indica un disavanzo (indebitamento netto); un saldo positivo indica un avanzo (accreditamento netto).

compensata dalla discesa della spesa per interessi (0,2 punti percentuali, al 4,7 per cento del prodotto).

Le Amministrazioni locali hanno contribuito a contenere l'indebitamento netto, registrando un saldo di bilancio lievemente positivo (era stato nullo nel 2013). Al netto dei trasferimenti pubblici, le loro entrate sono cresciute di circa un punto percentuale; le spese si sono contratte dell'1,4 per cento (cfr. i paragrafi: *Le entrate e Le spese*).

A fronte del calo dell'attività economica, la politica di bilancio ha avuto un orientamento sostanzialmente neutrale. Nelle più recenti valutazioni della Commissione europea il disavanzo strutturale (ossia calcolato escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è rimasto invariato, a un livello lievemente inferiore all'1 per cento del PIL, dopo la significativa riduzione del biennio precedente (2,4 punti percentuali, di cui 2,0 nel 2012). La temporanea interruzione del percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio termine (ossia il pareggio del saldo strutturale) è in linea con la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita, che non richiede alcun aggiustamento ai paesi che – come l'Italia nel 2014 – registrano un output gap negativo e superiore al 4 per cento del prodotto.

Il rapporto tra il debito e il PIL ha continuato a crescere, raggiungendo il 132,1 per cento (cfr. il paragrafo: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*).

*La politica di bilancio per il 2014.* – Nella *Nota di aggiornamento* del Documento di economia e finanza (DEF) del settembre 2013, la stima tendenziale per l'indebitamento netto del 2014 era indicata al 2,3 per cento del PIL (tav. 11.1) e il Governo programmava di accrescerlo di 0,2 punti percentuali per finanziare una maggiore spesa in conto capitale. Per effetto di interventi attuati in precedenza, il saldo di bilancio strutturale sarebbe comunque lievemente migliorato (0,1 punti percentuali del PIL), ma in misura nettamente inferiore a quanto richiesto dalle regole di bilancio europee e dalla normativa italiana (almeno 0,5 punti). Alla base di questa strategia venivano richiamati i margini di flessibilità previsti dal Patto di stabilità e crescita a fronte di spese per investimenti (*investment clause*).

Sebbene la Commissione europea avesse successivamente escluso l'applicabilità dell'*investment clause* (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2013), la legge di stabilità per il 2014 dava attuazione ai programmi indicati nella *Nota di aggiornamento*, rimandando a provvedimenti successivi il reperimento di risorse aggiuntive per aumentare la correzione strutturale del 2014. In particolare, la legge di stabilità stanziava 3,2 miliardi per finanziare maggiori spese nette in conto capitale; venivano inoltre accresciute sia le spese correnti (1,5 miliardi) sia le entrate (2,2 miliardi). Con riferimento a queste ultime, a fronte di incrementi di gettito dovuti principalmente ad alcune modifiche al regime della tassazione sulle società finanziarie e assicurative, nonché all'inasprimento dell'imposta di bollo, venivano disposti la riduzione del cuneo fiscale sul lavoro e il potenziamento della deducibilità riconosciuta alle imprese per i costi del finanziamento mediante capitale (Aiuto alla crescita economica, ACE); veniva inoltre rivista la tassazione immobiliare.

Con la pubblicazione del DEF, nell'aprile 2014, il Governo accresceva lievemente la stima per l'indebitamento netto dell'anno (al 2,6 per cento del PIL). Nel nuovo quadro

**Tavola 11.1**

<b>Obiettivi e stime per i conti pubblici del 2014</b> <i>(miliardi di euro e percentuali del PIL)</i>								
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria			
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Var. saldo struttu- rale	Debito	Crescita del PIL reale 2014	Privatiz- zazioni 2014	Indebita- mento netto 2013	Disavanzo strutturale 2013
<b>Obiettivi</b>								
Settembre 2013 (1) (2)	....	....	....	2.128,8	....	....	....	....
<i>in % del PIL</i>	2,5	2,9	0,1	132,8	1,0	0,5	3,0	0,4
Aprile 2014 (1) (3)	....	....	....	2.141,5	....	....	47.321	....
<i>in % del PIL</i>	2,6	2,6	0,2	134,9	0,8	0,7	3,0	0,8
Settembre 2014 (4)	....	....	....	2.140,6	....	....	45.358	....
<i>in % del PIL</i>	3,0	1,7	-0,3	131,6	-0,3	0,3	2,8	0,7
<b>Stime</b>								
Settembre 2013 (1) (2)	37,3	48,8	....	....	....	....	48.723	....
<i>in % del PIL</i>	2,3	3,0	0,4	133,2	1,0	....	3,1	0,5
Aprile 2014 (1) (3)	41,9	40,7	....	2.141,5	....	....	47.321	....
<i>in % del PIL</i>	2,6	2,6	....	134,9	0,8	....	3,0	0,8
Settembre 2014 (4)	49,2	27,5	....	....	....	....	45.358	....
<i>in % del PIL</i>	3,0	1,7	-0,3	131,7	-0,3	....	2,8	0,9
<b>Consuntivo (5)</b>								
	<b>49,1</b>	<b>26,1</b>	....	<b>2.134,9</b>	....	<b>3,3</b>	<b>47.455</b>	....
<i>in % del PIL</i>	3,0	1,6	0,0	132,1	-0,4	0,2	2,9	0,7

(1) Dati formulati secondo le regole statistiche del SEC 95; i documenti programmatici pubblicati a partire da settembre 2014 adottano le regole del SEC 2010. – (2) Nota di aggiornamento del DEF 2013. – (3) DEF 2014. – (4) Nota di aggiornamento del DEF 2014. – (5) Per indebitamento netto, avanzo primario e crescita del PIL, elaborazioni su dati Istat. Per la variazione del saldo strutturale nel 2014 e per il disavanzo strutturale del 2013, DEF 2015.

programmatico il miglioramento del saldo strutturale (0,2 punti percentuali del PIL) era ancora inferiore a quanto richiesto dalle regole di bilancio europee. Il Governo motivava la decisione di non ampliare la correzione con la persistente fragilità della situazione economica (facendo in particolare riferimento all'ampio output gap<sup>1</sup> e alle difficili condizioni di liquidità delle imprese) e con l'avvio di un ambizioso piano di riforme che avrebbero avuto un impatto favorevole e significativo sui conti pubblici nel medio termine. Il Parlamento, con la procedura rafforzata richiesta dalla legge di attuazione del principio costituzionale del pareggio di bilancio, autorizzava la conseguente deviazione dal percorso di convergenza verso l'obiettivo di medio termine.

Nel rispetto dei saldi programmati nel DEF, il Governo varava subito dopo un decreto legge (DL 24 aprile 2014, n. 66, convertito con modificazioni dalla legge 23 giugno 2014, n. 89) volto in particolare a finanziare un'ulteriore riduzione del cuneo fiscale a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio bassi, anche con finalità di sostegno della domanda (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2013 e il capitolo 7: *Le famiglie*). Lo sgravio riguardava solo i restanti mesi del 2014 ma il Governo annunciava l'intenzione di renderlo permanente con la successiva legge di stabilità. Nel complesso il decreto determinava una ricomposizione di bilancio, in cui sgravi di imposta per 7,4 miliardi e maggiori spese per 0,2 miliardi venivano

<sup>1</sup> L'output gap era indicato pari al 3,6 per cento nel DEF; la stessa stima è stata indicata dalla Commissione europea nel maggio 2014 (cfr. Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2014).

finanziati per circa il 60 per cento con maggiori entrate, prevalentemente di natura temporanea, e per la parte rimanente con riduzioni di spesa.

Ancora a giugno del 2014, il Consiglio della UE – su proposta della Commissione europea – raccomandava all'Italia di rafforzare la correzione strutturale per lo stesso anno. Solo in novembre emergeva la particolare gravità della situazione congiunturale: l'output gap del 2014 veniva stimato dalla Commissione<sup>2</sup> al di sopra del 4 per cento del prodotto, circostanza che dispensa i paesi dall'aggiustamento di bilancio. Di conseguenza, in sede di valutazione del *Documento programmatico di bilancio 2015*, la Commissione – pur stimando un peggioramento del saldo strutturale – non riscontrava per il 2014 alcuna violazione delle regole della parte preventiva del Patto di stabilità e crescita.

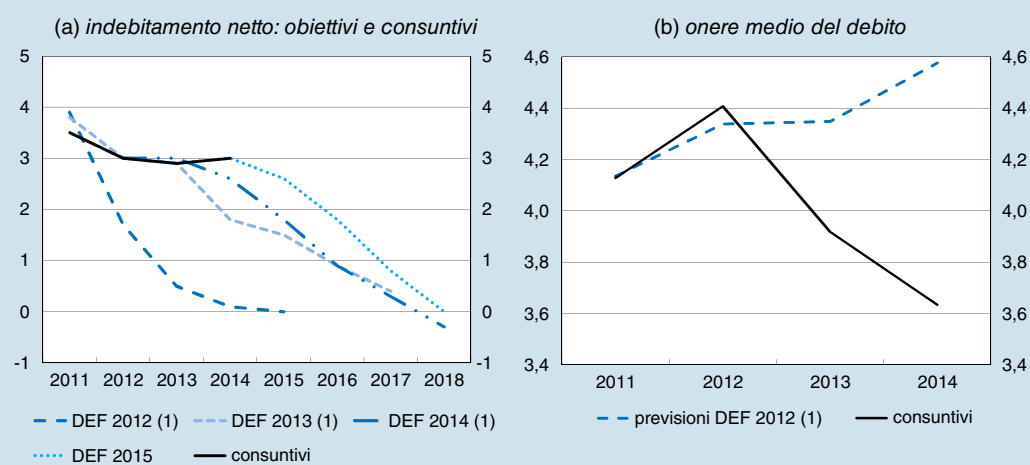
*Confronto tra risultati e programmi.* – I risultati di bilancio per il 2014 sono stati meno favorevoli di quanto inizialmente programmato; lo scostamento riflette principalmente un andamento dell'economia peggiore dell'atteso (cfr. anche il riquadro: *Il pareggio di bilancio nei programmi del 2012 e la dinamica della spesa*).

#### IL PAREGGIO DI BILANCIO NEI PROGRAMMI DEL 2012 E LA DINAMICA DELLA SPESA

Il DEF 2012 – per effetto delle manovre di bilancio approvate nella seconda parte del 2011 – prevedeva una rapida riduzione dell'indebitamento netto, fino al raggiungimento del sostanziale pareggio di bilancio in termini nominali già nel 2014 (figura A.a); prefigurava un profilo crescente per l'avanzo primario che nello stesso anno avrebbe dovuto raggiungere il 5,5 per cento del prodotto.

Figura A

#### Indebitamento netto e onere medio del debito (in percentuale del PIL)



(1) Dati SEC 95; per l'onere medio del debito, elaborazioni al netto dei flussi di interesse connessi con operazioni in derivati.

<sup>2</sup> Cfr. Commissione europea, Autumn forecasts, novembre 2014.



Questi obiettivi non sono stati raggiunti: dopo essere stato ricondotto entro il limite del 3 per cento del PIL già nel 2012, l'indebitamento netto è rimasto sostanzialmente costante; l'avanzo primario del 2014 è risultato inferiore di 3,9 punti rispetto a quanto programmato nel 2012. In termini di indebitamento netto lo scostamento è stato più contenuto perché la spesa per interessi è stata inferiore alle previsioni (0,9 punti percentuali del prodotto; figura A.b).

Il mancato conseguimento dell'obiettivo per l'avanzo primario è imputabile alla recessione che ha caratterizzato il triennio 2012-14. Nell'aprile 2012 si ipotizzava per tale periodo una sostanziale stazionarietà del prodotto in termini reali e una crescita del 5,7 per cento in termini nominali, a fronte rispettivamente di una contrazione del 4,8 e una dell'1,4 per cento registrate a consuntivo. Sulla base delle elasticità standard del bilancio pubblico al prodotto, si può stimare che la minore crescita economica nel triennio abbia ridotto l'avanzo primario di 3-3,5 punti percentuali del PIL rispetto alle attese.

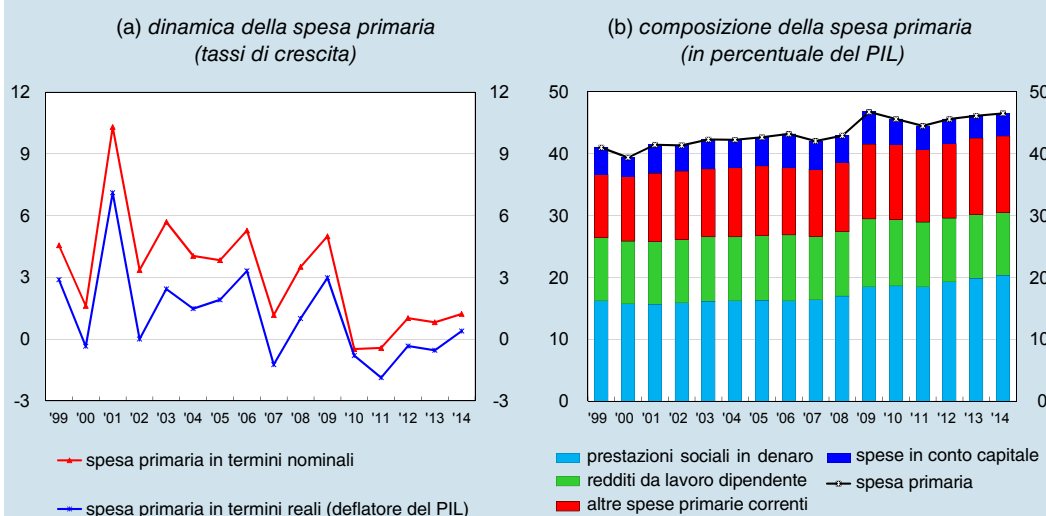
La recessione ha pesato soprattutto sulla dinamica delle entrate. A differenza di quanto spesso avvenuto in passato<sup>1</sup>, il mancato raggiungimento degli obiettivi non ha invece riflesso significativi debordi della spesa primaria o della sua componente corrente. Nel DEF 2012 per entrambi gli aggregati di spesa si prevedeva una crescita media annua dello 0,7 per cento nel triennio in esame; a consuntivo la spesa primaria ha registrato una crescita dell'1,0 per cento, quella primaria corrente dell'1,3 per cento.

Tuttavia tali divari si annullano se si considerano alcuni fattori straordinari e inattesi che hanno accresciuto la spesa nello scorso triennio. Innanzitutto la prolungata recessione ha determinato un marcato aumento delle spese per la disoccupazione rispetto a quanto previsto nella primavera del 2012<sup>2</sup> e un ampliamento della probabilità degli eventi che, a partire dal 2012 (legge 24 febbraio 2012, n.14), consentono alle imprese di convertire in crediti di imposta alcune tipologie di attività per imposte anticipate (i conseguenti oneri per l'erario sono stati contabilizzati in aumento delle spese; 6,3 miliardi nel 2014). In secondo luogo la dinamica della spesa ha risentito degli effetti: (a) dell'introduzione del credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio bassi, contabilizzato tra le erogazioni; (b) delle nuove disposizioni contabili in materia di gestione dei rifiuti da parte dei Comuni, che hanno determinato un aumento valutabile nell'ordine di oltre un miliardo sia delle entrate sia delle spese a partire dal 2013. Al netto di tali fenomeni, che non erano inclusi nelle stime del 2012, la dinamica a consuntivo della spesa primaria è risultata inferiore a quanto programmato; il divario relativo alla componente corrente è trascurabile.

<sup>1</sup> M.R. Marino, S. Momigliano e P. Rizza, *A structural analysis of Italy's fiscal policies after joining the monetary union: are we learning from our past?*, "Public Finance and Management", vol. 8, n. 3, 2008, pp. 451-501; F. Balassone, S. Momigliano e P. Rizza, *Italy: medium-term fiscal planning and frequent government changes*, in P. Mauro (a cura di), *Chipping away at public debt*, Hoboken (NJ), Wiley, 2011, pp. 153-176.

<sup>2</sup> In assenza di informazioni dettagliate, la maggiore spesa per disoccupazione rispetto alle attese è stata valutata pari a circa 3 miliardi. La stima, in via prudenziale, ipotizza che il forte aumento di queste erogazioni nel 2012 sia stato interamente previsto nel DEF 2012 e che, pur a fronte di una previsione di un lieve calo della disoccupazione nel biennio 2013-14, la spesa sia stata mantenuta costante fino al 2014.

## Spesa primaria: dinamica e composizione



Se si estende l'analisi al periodo precedente l'ultimo triennio, si osserva come a partire dal 2009 le manovre di contenimento della spesa abbiano sensibilmente ridotto la dinamica delle erogazioni rispetto al passato (figura B.a). Nel decennio antecedente la crisi economico-finanziaria la spesa primaria e la sua componente corrente erano cresciute in media all'anno di oltre il 4 per cento in termini nominali e intorno al 2 per cento in termini reali. Nell'ultimo quinquennio la dinamica nominale è stata pari allo 0,4 per cento per le erogazioni primarie e all'1,2 per cento per la componente corrente. In termini reali le prime si sono contratte di circa mezzo punto percentuale all'anno; le seconde sono rimaste sostanzialmente stabili. L'incidenza sul PIL della spesa primaria è rimasta pressoché invariata al valore del 2009; si sono significativamente contratte quella dei redditi da lavoro e quella delle spese in conto capitale, mentre è cresciuta quella delle prestazioni sociali (figura B.b).

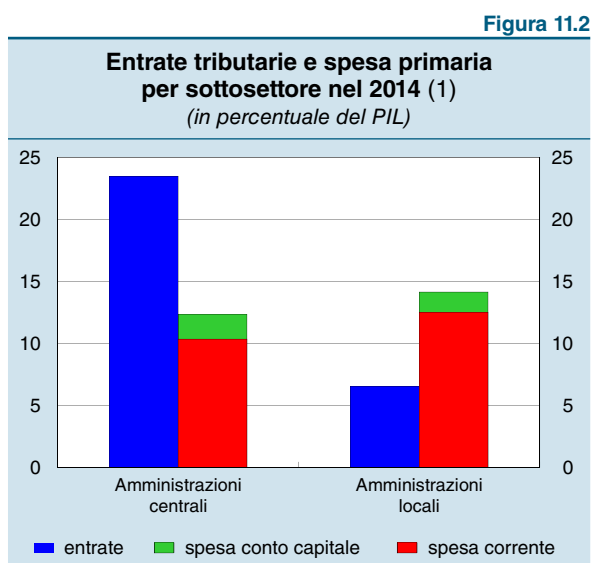
Nell'autunno 2013 – all'avvio della sessione di bilancio – era programmato per il 2014 un aumento dell'avanzo primario rispetto all'anno precedente di 0,5 punti percentuali del PIL, a fronte di una crescita attesa del prodotto in termini reali dell'1,0 per cento; a consuntivo l'avanzo primario e il PIL si sono ridotti rispettivamente di 0,3 e di 0,4 punti. Sullo scostamento ha influito anche il passaggio – nel settembre 2014 – dal sistema statistico-contabile SEC 95 a quello SEC 2010. In particolare un maggiore onere valutabile in circa 0,2 punti percentuali del prodotto è derivato dal nuovo criterio di contabilizzazione dei crediti di imposta riconosciuti a fronte di attività per imposte anticipate. La spesa per interessi è risultata inferiore alle attese per 0,7 punti; anche in questo caso ha influito, per circa 0,2 punti, il passaggio al SEC 2010 che ha escluso dal conto i flussi connessi con operazioni in derivati.

La differenza fra risultati e obiettivi rimane ampia anche rispetto ai programmi contenuti nel DEF dell'aprile del 2014 quando l'entità del peggioramento del quadro macroeconomico non era ancora evidente. Le stime incluse nella *Nota di aggiornamento* del DEF 2014 dello scorso settembre sono invece sostanzialmente in linea con i risultati in termini sia di saldi di finanza pubblica, sia di dinamica delle entrate e delle spese.

## Le entrate

Nel 2014 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,6 per cento (al 48,1 per cento del prodotto, pari a 777,2 miliardi). Considerando come minori entrate gli effetti sia del credito di imposta riconosciuto ai lavoratori dipendenti con redditi medio bassi, sia di quello in favore delle imprese a fronte di attività per imposte anticipate, si può stimare che le entrate si siano ridotte dello 0,7 per cento<sup>3</sup>.

La pressione fiscale è stata pari al 43,5 per cento, sostanzialmente in linea con i valori dell'ultimo biennio; effettuando le suddette riclassificazioni, si può stimare che essa sarebbe diminuita di 0,6 punti percentuali. I contributi sociali sono aumentati dello 0,5 per cento (a 216,4 miliardi). Le entrate tributarie sono cresciute in linea con il prodotto nominale (0,4 per cento): l'aumento è dovuto pressoché esclusivamente alla componente di competenza delle Amministrazioni locali (pari al 6,6 per cento del prodotto; fig. 11.2); le imposte erariali sono invece rimaste sostanzialmente stabili.



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Le spese sono al netto dei trasferimenti a enti pubblici.

Il gettito erariale è stato frenato dalla flessione delle imposte dirette e di quelle in conto capitale. Sulle prime ha pesato la caduta dell'Ires (-19,0 per cento, a 29,4 miliardi), cui ha contribuito anche l'elevata misura dell'acconto richiesto alla fine del 2013 soprattutto per i soggetti del settore bancario e assicurativo. L'imposta una tantum sulla rivalutazione delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia (1,8 miliardi) e l'aumento delle imposte sostitutive sui redditi da attività finanziarie (cui ha contribuito l'incremento delle aliquote disposto dal DL 66/2014; cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale* sul 2013 la sezione: *Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette*) hanno agito in senso opposto. Il gettito dell'Irpef è rimasto stabile al livello del 2013 (circa 150 miliardi; il dato non include l'effetto del credito di imposta a favore dei redditi medio bassi). Sulle imposte in conto capitale (diminuite da 4,1 a 1,3 miliardi) ha influito il ridimensionamento del gettito dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio.

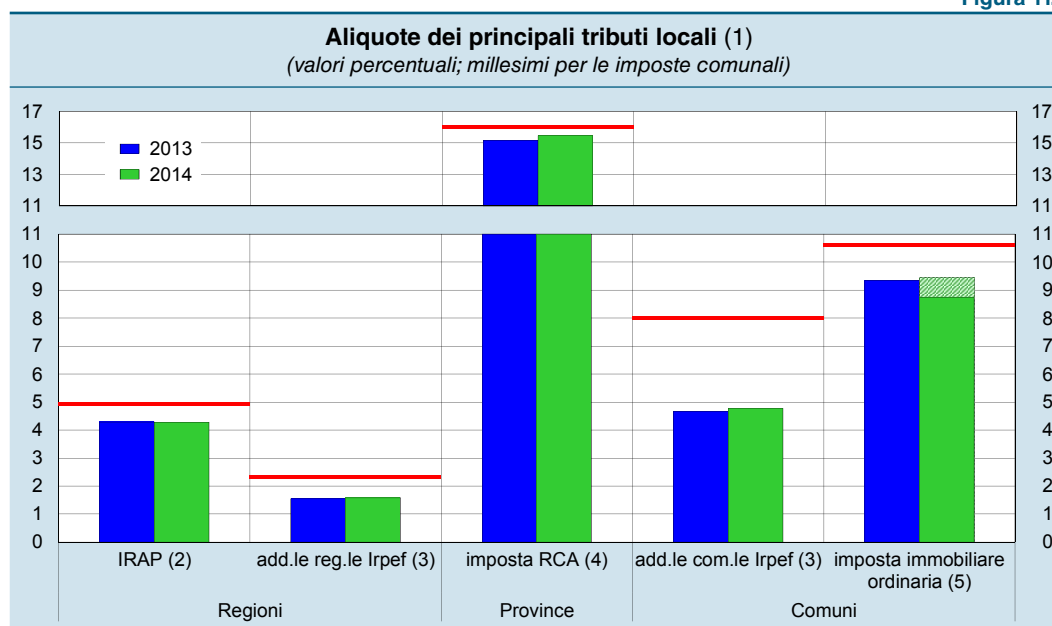
Le imposte indirette di competenza erariale sono invece state sospinte dalla ripresa dell'IVA (3,8 per cento, a 90,9 miliardi) legata all'innalzamento dell'aliquota ordinaria

<sup>3</sup> Secondo il SEC 2010 tali crediti sono contabilizzati interamente come maggiori spese delle Amministrazioni pubbliche. Essi hanno, tuttavia, una natura ibrida: di norma determinano una diminuzione del gettito, poiché vengono portati in riduzione del debito di imposta del contribuente; solo in caso tale debito sia inferiore al credito di imposta, danno luogo a un trasferimento in favore del contribuente.

(dal 21 al 22 per cento a decorrere dall'ottobre 2013), nonché ai versamenti relativi al pagamento dei debiti commerciali pregressi delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*). Sono aumentati sia il gettito delle accise sia quello dell'imposta di bollo (anche per effetto dell'incremento dall'1,5 al 2 per mille dell'aliquota relativa agli strumenti finanziari; cfr. nell'Appendice della *Relazione annuale sul 2013* la sezione: *Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte indirette*).

L'aumento dei tributi locali è stato sostenuto dall'introduzione della Tasi (il cui gettito è stato pari a 4,6 miliardi; cfr. il riquadro: *Le imposte locali sulla proprietà della prima casa: aspetti redistributivi*) e, in minore misura, dalle addizionali all'Irpef (cresciute del 4,3 per cento, a 15,4 miliardi). Sono invece diminuite sia l'Imu<sup>4</sup> (del 3,3 per cento, a 16,1 miliardi) sia, soprattutto, l'IRAP (del 4,8 per cento, a 30,4 miliardi); il gettito di quest'ultima imposta ha risentito della riduzione dell'aliquota di base disposta dal DL 66/2014 (rilevante per gli acconti versati nel 2014, ma poi soppressa con la legge di stabilità per il 2015; cfr. nell'Appendice la sezione: *Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata*). Nel 2014 gli enti hanno ulteriormente inasprito le aliquote dei principali tributi di loro competenza, ad eccezione dell'IRAP (fig. 11.3).

Figura 11.3



Fonte: elaborazioni su dati Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), delibere degli enti e Ivass.

(1) La linea rossa indica le aliquote massime previste dalla legge per ciascun tributo locale. – (2) L'aliquota è calcolata come media delle aliquote settoriali, ponderata per il peso di ciascun settore sulla base imponibile totale dei soggetti privati desunta dalle dichiarazioni. – (3) Medie ponderate ottenute pesando l'aliquota applicata da ciascun ente per la base imponibile risultante dalle dichiarazioni dei redditi; l'aliquota dell'addizionale comunale riportata nel grafico è espressa in millesimi (e non in valori percentuali) per facilitarne la lettura. – (4) Media ponderata ottenuta pesando l'aliquota applicata da ciascun ente per i premi assicurativi nel settore della responsabilità civile automobilistica. – (5) Si intende il prelievo sugli immobili diversi dall'abitazione principale: l'aliquota relativa al 2013 corrisponde alla media delle aliquote Imu su tali immobili, ponderate secondo le basi imponibili desunte dai dati del MEF; l'aliquota relativa al 2014 corrisponde alla somma dell'aliquota media dell'Imu e di quella della Tasi (area tratteggiata).

<sup>4</sup> Il gettito relativo al 2013 ha riguardato principalmente gli immobili diversi dall'abitazione principale e le prime case di lusso; solo una piccola quota è derivata dal versamento della "mini-Imu" sulle prime case non di lusso (0,4 miliardi). Dal 2014 l'Imu su quest'ultima categoria di immobili è stata definitivamente soppressa.

I tributi sulla proprietà dell'abitazione hanno subito ripetute modifiche nel corso dell'ultimo triennio: il prelievo patrimoniale sulla prima casa<sup>1</sup> è stato reintrodotta nel 2012 con l'Imu, sostanzialmente soppressa nel 2013 e di fatto ripristinata – con la Tasi – nel 2014. La Tasi, come l'Imu, è un'imposta comunale prelevata sulla rendita catastale dell'immobile; la sua aliquota (1 per mille nel valore base contro il 4 dell'Imu) è decisa dai Comuni, che possono anche definire l'entità di eventuali detrazioni (nel caso dell'Imu la detrazione era invece stabilita in misura fissa a livello nazionale e gli enti avevano, entro certi limiti, facoltà di incrementarne l'importo).

L'imposizione immobiliare ha rilevanti effetti redistributivi<sup>2</sup>. Tali effetti vengono qui analizzati con riferimento al prelievo sulla prima casa, utilizzando i dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia relativa al 2012 e le delibere comunali sulle aliquote e sulle detrazioni. Si considera un campione di circa 5.800 famiglie italiane proprietarie dell'abitazione di residenza; l'analisi mostra, nel passaggio dall'Imu (2012) alla Tasi (2014), una riduzione dell'aliquota effettiva del prelievo da 2,3 a 1,9 millesimi.

Il calo deriva dalla combinazione di due fattori con effetti di segno opposto: la diminuzione dell'aliquota legale media (da 4,3 a 2,1 millesimi) e la riduzione dell'importo medio delle detrazioni (da circa 230 a 25 euro). L'impatto netto di tali fattori è stato differenziato tra famiglie: per quelle appartenenti ai primi due quintili (secondo un ordinamento basato sulla rendita catastale della prima casa) è prevalso l'effetto della minore detrazione, che ha determinato un aumento dell'aliquota effettiva; per i quintili superiori è risultato più forte l'effetto di riduzione dell'aliquota legale, che ha determinato uno sgravio di imposta crescente all'aumentare della base imponibile (figura A.a).

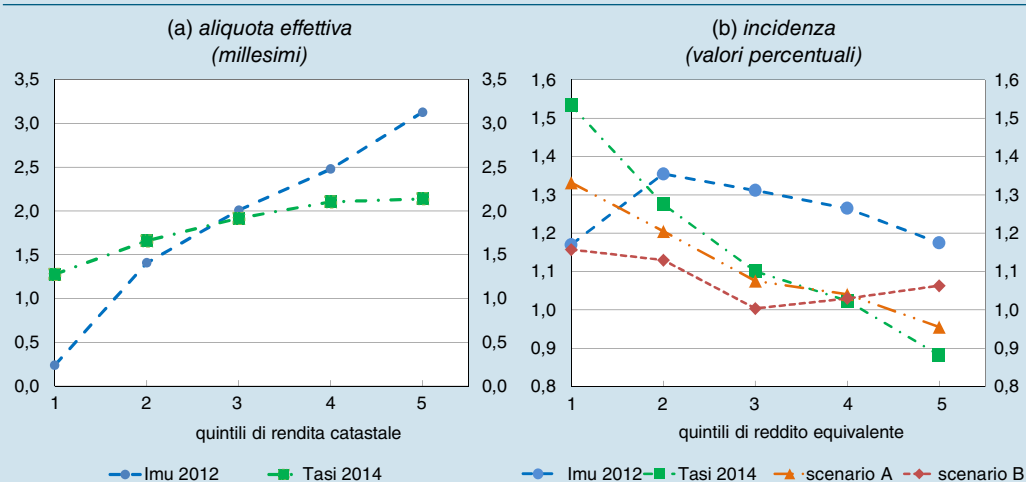
Sulla base del medesimo campione viene stimato l'impatto redistributivo di due possibili modifiche all'assetto dell'imposta immobiliare. La prima modifica (scenario A) considera l'introduzione di una detrazione più ampia, applicata per un importo fisso su tutto il territorio nazionale (pari a 230 euro, in linea con quella media dell'Imu nel 2012); la seconda (scenario B) prevede, oltre all'applicazione di tale detrazione, anche il riallineamento della base imponibile al valore di mercato degli immobili (così come dichiarato dagli intervistati nell'Indagine). In entrambi gli scenari l'aliquota comunale è determinata in modo da assicurare, per il singolo ente, l'invarianza di gettito rispetto alla Tasi<sup>3</sup>. Poiché l'imposta è prelevata su basi imponibili differenti nei due scenari (rendita catastale nel primo, valore di mercato nel secondo), per consentire un confronto omogeneo le famiglie sono state ordinate in base al reddito netto equivalente.

<sup>1</sup> Più esattamente, ci si riferisce – qui e nel seguito – all'abitazione principale non di lusso.

<sup>2</sup> Le imposte sulla casa svolgono un ruolo prioritario nell'ambito della finanza locale in quanto sono considerate una forma di finanziamento efficiente degli enti. Un'analisi più ampia è contenuta in G. Messina e M. Savgnago, *A prova di acronimo: i tributi locali sulla casa in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 250, 2014.

<sup>3</sup> Nello scenario B le aliquote sono più basse in quei Comuni in cui la rivalutazione della base imponibile è più pronunciata (ossia lo scostamento fra valori di mercato e rendite catastali è più elevato).

## Imposte sulla prima casa: aspetti redistributivi



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

Rispetto all'attuale configurazione della Tasi, lo scenario A comporterebbe un vantaggio fiscale più pronunciato per il primo quintile di famiglie e via via decrescente per il secondo e terzo; il quarto e, soprattutto, l'ultimo quintile subirebbero invece un aggravio di imposta (figura A.b).

Una redistribuzione ancora più accentuata si otterrebbe nello scenario B: la rivalutazione delle rendite catastali penalizzerebbe in modo particolare l'ultimo quintile di famiglie, le cui abitazioni presentano lo scostamento maggiore fra valore di mercato e base imponibile attuale della Tasi.

*La pressione fiscale nel confronto internazionale.* – La pressione fiscale dell'Italia continua a rimanere elevata nel confronto internazionale. Anche riclassificando come minori entrate gli effetti dei crediti di imposta prima citati, permane nel 2014 un divario di 1,7 punti percentuali di prodotto rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro<sup>5</sup>; il divario si sarebbe però ridotto di circa 0,8 punti rispetto al 2013.

Per quanto riguarda i redditi da lavoro dipendente, secondo le stime più recenti dell'OCSE, nel 2014 il cuneo fiscale per i lavoratori con retribuzioni lorde pari a due terzi della media – che hanno beneficiato del credito di imposta introdotto nel maggio 2014 – è significativamente diminuito (dal 44,9 al 42,4 per cento e dal 29,0 al 26,7 nel caso di un lavoratore non coniugato, rispettivamente, senza carichi familiari e con due figli a carico); anche il divario rispetto al resto dell'area si è ridotto (nell'ordine di 2,5 punti percentuali per entrambe le figure tipo)<sup>6</sup>. Per i lavoratori con retribuzioni in linea con la media, che non hanno quindi usufruito del menzionato credito di imposta, il cuneo fiscale è invece lievemente aumentato (dal 47,9 al 48,2 per cento e dal 38,5 al

<sup>5</sup> Elaborazioni su dati Commissione europea (Spring forecasts, maggio 2015).

<sup>6</sup> OCSE, *Taxing Wages*, 2015. Nel dataset OCSE non sono riportate indicazioni per Cipro, Lettonia e Malta; nel caso dell'Italia i dati OCSE non includono l'IRAP.

39,0 per cento, rispettivamente, nei casi di un lavoratore single e di uno coniugato con due figli a carico); il divario rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro non è sensibilmente variato rispetto al 2013 (rimanendo intorno a 5,5 punti percentuali per la prima figura tipo, poco più di 7 per la seconda).

Gli sgravi contributivi e quelli in materia di IRAP per l'occupazione a tempo indeterminato introdotti dalla legge di stabilità per il 2015 dovrebbero favorire una più ampia e generalizzata riduzione del cuneo fiscale sul lavoro nel prossimo triennio (l'effetto dei primi è però limitato alle assunzioni a tempo indeterminato effettuate nel 2015 e verrebbe meno a partire dal 2018; cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Per quanto riguarda i redditi di impresa, secondo i dati più recenti dell'Eurostat, nel 2014 l'aliquota legale è stata in Italia di sette punti percentuali superiore a quella media degli altri paesi dell'area dell'euro; è rimasta prossima a quella osservata in media in Germania, Francia e Spagna. L'ACE, introdotto nel 2011, comporta una graduale riduzione delle aliquote effettive e può determinare un forte abbattimento della tassazione in caso di nuove iniziative o di significativi aumenti di capitale.

### *Le spese*

Nel 2014 l'azione di contenimento della spesa attuata negli ultimi anni ha continuato a produrre i suoi effetti (cfr. anche il riquadro: *Il pareggio di bilancio nei programmi del 2012 e la dinamica della spesa*). Le erogazioni delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate dello 0,8 per cento (al 51,1 per cento del prodotto). Al netto degli interessi, sono cresciute dell'1,2 per cento (a 751,1 miliardi); riclassificando i crediti di imposta sopra richiamati (cfr. il paragrafo: *Le entrate*), si può stimare che la spesa primaria sia rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2013.

La spesa primaria corrente è stata sostenuta dalla crescita delle prestazioni sociali in denaro (2,7 per cento, a 328,3 miliardi), che ha riflesso in buona parte l'erogazione del credito di imposta a favore dei lavoratori dipendenti con redditi medio bassi. Sia i consumi intermedi sia le prestazioni sociali in natura sono lievemente aumentati (complessivamente dello 0,6 per cento, a 134,1 miliardi); sono invece diminuiti – per il quarto anno consecutivo – i redditi da lavoro (0,6 per cento, a 163,9 miliardi), risentendo delle restrizioni al turnover e del blocco dei rinnovi contrattuali.

La spesa in conto capitale è aumentata dell'1,4 per cento; essa è tuttavia diminuita del 5,6 per cento se si escludono dai trasferimenti alle imprese i crediti di imposta a fronte di attività per imposte anticipate. Gli investimenti fissi lordi, calcolati escludendo la contabilizzazione delle dismissioni immobiliari, sono diminuiti del 7,0 per cento. La contrazione ha interessato esclusivamente il comparto degli enti territoriali (che incide per oltre la metà dell'aggregato complessivo) ed è in parte riconducibile al venire meno degli esborsi effettuati nel 2013 per il pagamento di debiti commerciali pregressi; rispetto al picco raggiunto nel 2009, gli investimenti fissi lordi degli enti territoriali si sono ridotti di quasi un terzo.

La spesa per interessi è diminuita del 3,5 per cento (a 75,2 miliardi): l'aumento delle passività è stato più che bilanciato dal calo (dal 3,9 al 3,6 per cento) dell'onere medio del debito (cfr. il paragrafo: *Il mercato dei titoli pubblici* del capitolo 14).



*La spesa sanitaria.* – Una quota significativa della spesa primaria corrente, pari a poco meno del 30 per cento (cfr. fig. 11.2), è di competenza degli enti territoriali. La componente più rilevante riguarda la sanità, gestita dalle Regioni.

Nel 2014 in rapporto al PIL la spesa sanitaria si è attestata al 6,9 per cento, sostanzialmente in linea con la media dei paesi dell'area dell'euro. Dopo un triennio di continuo calo, la spesa è cresciuta dello 0,9 per cento (a 111 miliardi); l'incremento è stato più contenuto di quello delle risorse stanziare. Esso è stato sostenuto dai consumi intermedi, cresciuti del 3,5 per cento (a 29,6 miliardi) a fronte della contrazione registrata nel complesso degli altri comparti pubblici. L'aumento della spesa sanitaria riflette anche la crescita delle prestazioni sociali in natura (0,8 per cento, a 39,7 miliardi); i redditi da lavoro hanno invece continuato a ridursi (dello 0,7 per cento, a 35,5 miliardi).

I piani di rientro per le Regioni con rilevanti disavanzi sanitari si sono dimostrati efficaci nel contenere la spesa: nel primo ciclo di programmazione (2007-09), le Regioni interessate (Liguria, Lazio, Abruzzo, Molise, Campania, Calabria, Sicilia, Sardegna) avevano già registrato un sensibile rallentamento degli esborsi, sia rispetto al triennio precedente (1,5 per cento l'anno, contro il 3,8 nel 2004-06), sia con riferimento al resto del Paese (dove la spesa cresceva del 4,1 per cento l'anno). Il consolidamento si è rafforzato nel secondo ciclo di programmazione (2010-12): nelle regioni coinvolte (Piemonte, Lazio, Abruzzo, Molise, Campania, Calabria, Puglia e Sicilia) la spesa si è ridotta (dello 0,6 per cento in media all'anno), a fronte di una modesta crescita nelle altre regioni (dell'1,1 per cento). Queste stesse Regioni sono tuttora impegnate nell'esecuzione di programmi operativi (che seguono i già menzionati piani di rientro; maggiori dettagli saranno disponibili nei rapporti regionali di prossima pubblicazione nella collana «Economie regionali» della Banca d'Italia).

Il contenimento della spesa ha comportato, per le Regioni sottoposte a piano di rientro, una flessione sia dei posti letto (del 3,2 e del 3,6 per cento l'anno rispettivamente nel triennio 2007-09 e in quello 2010-12) sia degli organici (del 2,2 per cento l'anno in entrambi i periodi); nel resto del Paese la contrazione si è manifestata soprattutto a partire dal 2010 ed è stata meno pronunciata.

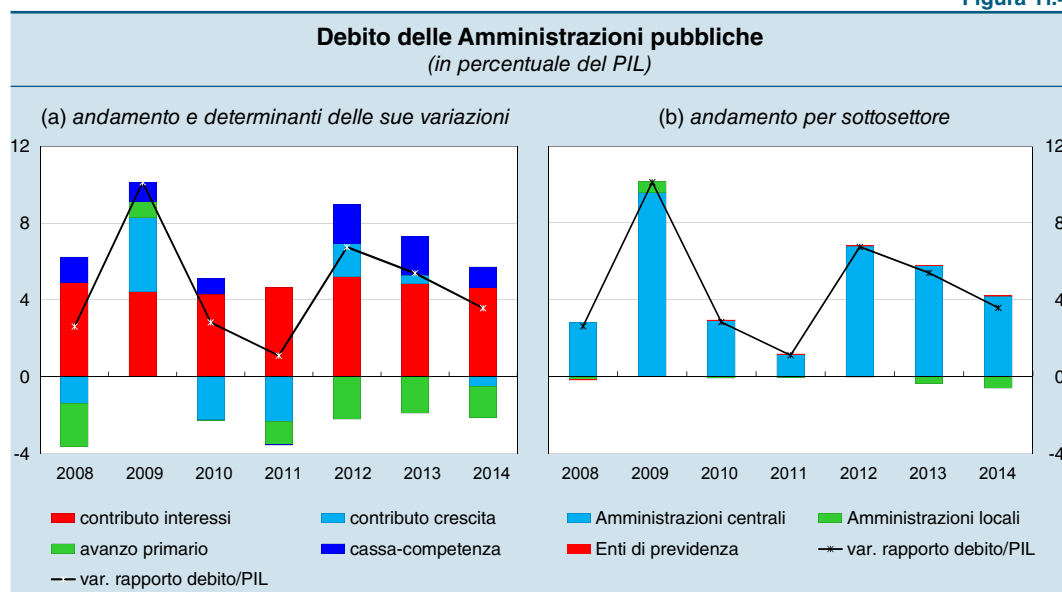
Alcune evidenze suggeriscono che l'attuazione dei piani di rientro non avrebbe peggiorato la qualità delle prestazioni: nel secondo ciclo di programmazione le valutazioni circa il rispetto dei livelli essenziali di assistenza<sup>7</sup>, pubblicate dal Ministero della Salute, e gli indicatori sull'esito delle principali prestazioni ospedaliere, elaborati dall'Agenzia nazionale per i servizi sanitari regionali, sarebbero complessivamente migliorati per le Regioni interessate (grazie anche a un rafforzamento dell'attività di monitoraggio sulla qualità del servizio) e il divario rispetto al resto del Paese si sarebbe ridotto. Il livello delle prestazioni sanitarie nelle Regioni sottoposte a piano di rientro continua, tuttavia, a risultare mediamente inferiore a quello del resto del Paese, come attestato dal permanere di significativi flussi di mobilità in uscita.

<sup>7</sup> Le valutazioni del Ministero della Salute sono espresse attraverso un punteggio. Per le Regioni sottoposte a piano di rientro lo scostamento di tale punteggio rispetto al valore massimo ottenibile è in media diminuito, passando da circa il 60 per cento del 2009 al 40 per cento nel 2012; per le altre Regioni la distanza si è ridotta dal 35 a meno del 30 per cento.

## Il debito delle Amministrazioni pubbliche

*La dinamica.* – Nel 2014 l'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è aumentata di 3,6 punti percentuali, al 132,1 per cento (fig. 11.4). L'incremento ha riflesso per 4,1 punti il divario tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del PIL (risentendo della sostanziale invarianza del prodotto nominale) e per 1,1 punti l'impatto di fattori non considerati nel calcolo dell'indebitamento netto; in senso opposto ha operato l'avanzo primario (1,6 punti).

Figura 11.4



Tra i fattori che incidono sul debito ma non sull'indebitamento netto hanno assunto particolare rilievo l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro (0,5 punti percentuali del PIL), la riduzione dello stock dei debiti commerciali di parte corrente (0,4 punti; cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*), il sostegno finanziario ai paesi della UEM (0,3 punti) e i flussi generati da strumenti finanziari derivati (0,2 punti)<sup>8</sup>. In senso opposto ha operato il collocamento delle nuove emissioni a un prezzo in media sopra la pari, che nel complesso ha contenuto il debito di circa 0,4 punti percentuali del PIL.

Il debito delle Amministrazioni centrali è aumentato di 4,2 punti, al 126,0 per cento del PIL, risentendo anche dei prestiti erogati dal Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) a Regioni, Province e Comuni e destinati al pagamento dei debiti commerciali pregressi (circa 0,7 punti percentuali del prodotto). In rapporto al PIL, il debito delle Amministrazioni locali ha continuato a ridursi per il quinto anno consecutivo, collocandosi al 6,1 per cento del prodotto; includendo anche le passività finanziarie verso le altre Amministrazioni pubbliche (consolidate nel calcolo del debito del complesso delle Amministrazioni pubbliche), il debito degli enti decentrati sarebbe rimasto sostanzialmente costante, all'8,6 per cento del prodotto.

<sup>8</sup> Il debito è stato inoltre accresciuto (per 0,1 punti del PIL) dalla riclassificazione tra i prestiti del valore di mercato di due *interest rate swaps* risultanti dall'esercizio di altrettante *swaptions*, secondo quanto previsto dalle regole statistiche europee.

Tra il 2008 e il 2014 il rapporto tra il debito e il prodotto è aumentato di 32,4 punti percentuali: l'avanzo primario cumulato (8,3 punti percentuali del prodotto) è stato assorbito da operazioni di natura finanziaria (principalmente il sostegno finanziario ai paesi della UEM, la riduzione dei debiti commerciali pregressi e l'incremento delle disponibilità liquide del Tesoro); data la sostanziale stazionarietà del PIL nominale, l'incremento del rapporto tra debito e prodotto ha pertanto riflesso la spesa per interessi cumulata nel periodo.

La vita media residua dei titoli di Stato e quella del debito complessivo sono rimaste sostanzialmente stabili rispetto al 2013, rispettivamente a 6,3 e 6,8 anni; è invece aumentata – da 5,0 a 5,6 anni – la durata media finanziaria dei titoli di Stato, che tiene conto anche della componente cedolare. La quota dei titoli indicizzati all'inflazione è aumentata dall'11,8 al 12,8 per cento, per effetto principalmente di due nuove emissioni di BTP Italia.

*Le altre passività e le garanzie.* – Il debito pubblico, calcolato in coerenza con le regole europee, non include alcune tipologie di passività quali quelle di natura commerciale (ad eccezione di quelle cedute pro soluto a intermediari finanziari), quelle in derivati e – in quanto *contingent liabilities* – le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti.

I debiti commerciali si sono ridotti per effetto dei provvedimenti sui debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*). Le passività nette in derivati, valutate al valore di mercato, sono invece aumentate dall'1,8 al 2,5 per cento del prodotto, risentendo soprattutto dell'andamento della struttura dei tassi di interesse, a fronte di una strategia – perseguita dal MEF – volta principalmente a proteggere i conti pubblici da eventuali rialzi dei tassi. Nel 2014 le garanzie rilasciate dalle Amministrazioni pubbliche a favore di altri soggetti si sono più che dimezzate, passando da poco più del 6 per cento del prodotto del 2013 al 2,7 per cento, soprattutto per effetto della riduzione di quelle a favore del settore finanziario.

## I DEBITI COMMERCIALI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

*Gli interventi legislativi.* – Al fine di accelerare l'estinzione dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche, nel biennio 2013-14 sono stati stanziati circa 50 miliardi principalmente per il pagamento delle passività che risultavano “certe, liquide ed esigibili” alla fine del 2012. Nel corso del 2014, sulla base del monitoraggio ufficiale, si può stimare che – in virtù dei provvedimenti adottati – siano stati pagati alle imprese debiti commerciali per oltre 10 miliardi (circa 19 nel 2013). Inoltre sono stati introdotti meccanismi di monitoraggio e penalizzazioni per incentivare gli enti ad adeguare i propri tempi di pagamento a quelli previsti dalla normativa europea (in generale, 30/60 giorni) e sono state favorite le cessioni al sistema finanziario di crediti verso le Amministrazioni pubbliche, anche con la garanzia dello Stato.

*La stima dei debiti commerciali.* – Nelle nostre stime il debito commerciale complessivo delle Amministrazioni pubbliche sarebbe diminuito da circa 75 miliardi

alla fine del 2013 a poco più di 70 alla fine del 2014, segnando una riduzione di circa il 5 per cento. La stima (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica* nella *Relazione annuale* sul 2013), caratterizzata da un grado di incertezza non trascurabile per la natura campionaria di alcune informazioni, deriva dalla somma di due componenti: a) i debiti commerciali ceduti a intermediari finanziari con clausola pro soluto, rilevati dalle segnalazioni di vigilanza; b) le passività commerciali ancora nei bilanci delle imprese, stimate utilizzando le indagini campionarie sulle imprese condotte dalla Banca d'Italia.

Nelle stime pubblicate dall'Eurostat sulla base dei dati forniti dagli istituti nazionali di statistica nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi, alla fine del 2014 i debiti commerciali in Italia ammontavano a oltre 49 miliardi – pari al 3,1 per cento del PIL (3,5 nel 2013) – il valore più alto tra i paesi dell'Unione europea. Rispetto alle nostre stime, sono esclusi i debiti acquisiti da intermediari finanziari con clausola pro soluto e si considera la sola spesa corrente. Tenendo conto delle differenti definizioni, nel biennio 2013-14 il calo dei debiti commerciali nelle nostre stime appare nel complesso coerente con quello stimato dall'Istat (pari a 13,6 miliardi).

*I tempi medi di pagamento.* – Sulla base delle citate indagini campionarie, i tempi medi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche sarebbero stati inferiori a 160 giorni nel 2014, in riduzione rispetto a 180 del 2013. Vi avrebbe influito soprattutto il calo del ritardo medio rispetto ai tempi definiti contrattualmente; questi ultimi, anch'essi in riduzione, si sono collocati intorno ai 65 giorni. Secondo lo *European Payment Report 2015*, i tempi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche italiane, stimati in 144 giorni, risultano ancora superiori rispetto a quelli degli altri paesi considerati (ad esempio, sono più elevati di oltre 120 giorni rispetto alla Germania).

Un importante contributo al contenimento dei tempi di pagamento e alla trasparenza dei conti pubblici potrà derivare dal vincolo posto alle Amministrazioni pubbliche di pagare i fornitori solo a fronte di fatture emesse in formato elettronico. Per i ministeri, le agenzie fiscali e gli enti di previdenza e assistenza sociale, tale vincolo decorre dal giugno del 2014; per le restanti Amministrazioni pubbliche decorre invece dallo scorso 31 marzo.

## **Le prospettive**

Nell'aprile dello scorso anno, ipotizzando che già nel 2014 si sarebbe avuta una significativa ripresa dell'economia italiana, il Governo programmava per il 2015 un sostanziale pareggio di bilancio in termini strutturali, con una correzione strutturale pari a mezzo punto percentuale del PIL (fig. 11.5); l'indebitamento netto – che nelle stime tendenziali era indicato al 2,0 per cento – si collocava all'1,8 per cento in quelle programmatiche, in riduzione di 0,8 punti rispetto al 2,6 per cento allora atteso per il 2014.

In autunno, con la *Nota di aggiornamento* del DEF, il Governo rivedeva al ribasso le stime di crescita sia per il 2014 sia per il 2015. Il quadro di finanza pubblica, che recepiva anche il passaggio al SEC 2010, mutava di conseguenza: l'indebitamento netto a legislazione vigente per il 2015 veniva portato dal 2,0 al 2,2 per cento del PIL.

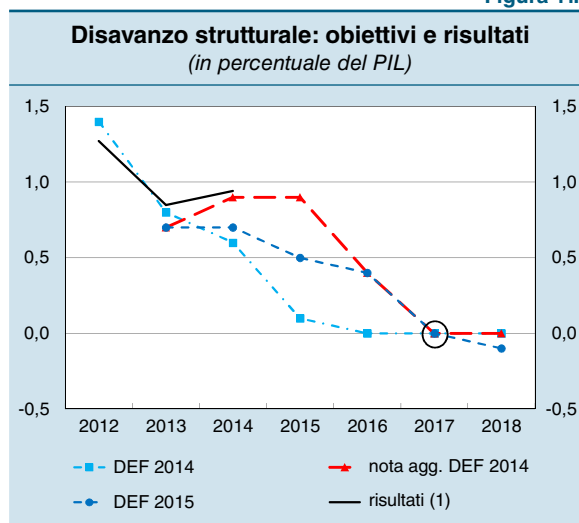
Il Governo decideva interventi espansivi pari allo 0,4 per cento del prodotto (circa 6 miliardi), fissando al 2,6 per cento l'obiettivo per l'indebitamento netto. Rispetto ai programmi di aprile, venivano posposti sia il raggiungimento del pareggio di bilancio in termini strutturali (dal 2015 al 2017), sia l'avvio della riduzione dell'incidenza del debito sul PIL (dal 2015 al 2016).

Le misure espansive contenute nella legge di stabilità 2015 includevano sgravi fiscali per circa 11 miliardi, destinati a ridurre il cuneo fiscale sul lavoro, tra l'altro rendendo permanente il credito di imposta per i lavoratori dipendenti con redditi medio bassi introdotto ad aprile. Nel complesso, riclassificando tra le entrate il suddetto credito di imposta, la manovra riduceva le entrate e le spese rispettivamente di circa 7 e 1 miliardi rispetto alla legislazione vigente. Sempre in base alle valutazioni ufficiali, l'effetto sul disavanzo sarebbe sostanzialmente nullo nel 2016 e lievemente restrittivo nel 2017<sup>9</sup>.

Nel *Documento programmatico di bilancio* diffuso in ottobre si stimava per il 2015, nonostante la manovra espansiva, un miglioramento del saldo strutturale di 0,3 punti percentuali del PIL. Il Governo mirava a utilizzare pienamente la flessibilità delle regole di bilancio: a fronte della situazione macroeconomica sfavorevole e del piano di riforme strutturali che si era impegnato a realizzare in tempi brevi, la correzione strutturale era inferiore a quella richiesta sia dalla parte preventiva del Patto di stabilità e crescita (almeno 0,5 punti percentuali) sia dalla regola sul debito (2,2 punti percentuali sulla base dei vincoli vigenti nella fase transitoria di applicazione)<sup>10</sup>.

La Commissione europea, nell'analizzare i programmi dell'Italia, lo scorso 28 novembre riscontrava rischi di violazione delle regole ma rinviava di qualche mese la valutazione per tenere conto della versione definitiva della legge di stabilità, nonché dei progressi nella realizzazione delle riforme strutturali (cfr. il riquadro: *Regole di bilancio europee e obiettivi per i conti pubblici dell'Italia*, in *Bollettino economico*, 1, 2015). Successivamente, il 27 febbraio, proponeva di non avviare la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dell'Italia per il mancato rispetto della regola sul debito motivando tale scelta alla luce dei cosiddetti fattori rilevanti (in particolare, il quadro macroeconomico non favorevole – inclusa la bassa inflazione – e l'impegno a realizzare un ampio piano di riforme). La decisione teneva anche conto del rispetto della parte preventiva del Patto

Figura 11.5



(1) Commissione europea, Spring forecasts, maggio 2015.

<sup>9</sup> Ragioneria generale dello Stato, *La manovra di finanza pubblica per il 2015*, febbraio 2015.

<sup>10</sup> La correzione richiesta nel 2015 ai fini della regola sul debito risultava particolarmente rilevante in quanto accresciuta dal mancato aggiustamento nel 2013 e nel 2014 (cfr. la sezione III.4 *La regola del debito* della *Nota di aggiornamento* del DEF 2014).

alla luce della comunicazione dello scorso gennaio<sup>11</sup> con cui la stessa Commissione aveva nel frattempo precisato la dimensione degli aggiustamenti di bilancio richiesti ai paesi in base alla loro situazione congiunturale. Nel caso dell'Italia, dato che nelle stime della Commissione l'output gap nel 2015 era compreso tra il 3 e il 4 per cento del prodotto, la correzione richiesta ammontava a 0,25 punti percentuali e risultava pertanto in linea con il miglioramento di 0,3 punti stimato allora sia dal Governo sia dalla stessa Commissione.

Lo scorso mese di aprile, scontando un andamento dei tassi di interesse e delle prospettive di crescita più favorevoli, il DEF ha aggiornato le stime tendenziali dei conti pubblici per il periodo 2015-18 e le ha estese al 2019. Il disavanzo tendenziale è stato rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali nel 2015 (al 2,5 per cento), di 0,4 punti nel 2016 (all'1,4 per cento) e di 0,6 punti nel 2017 (allo 0,2 per cento). Nonostante tale miglioramento, il Governo ha confermato gli obiettivi per l'indebitamento netto indicati alla fine dello scorso anno, prevedendo interventi accrescitivi del disavanzo di importo sostanzialmente pari al miglioramento delle stime tendenziali. Questi interventi mirerebbero, nel 2015, a rafforzare la realizzazione delle riforme e, nel 2016, a evitare (anche con il concorso di interventi sulla spesa) l'inasprimento delle imposte indirette previsto dalle clausole di salvaguardia. La riduzione del disavanzo in termini strutturali sarebbe pari nel 2015 a 0,2 punti percentuali, a fronte dei tre decimi programmati dal Governo lo scorso autunno. Nel 2016 il miglioramento in termini strutturali sarebbe pari allo 0,1 per cento del PIL, a fronte di un requisito minimo di mezzo punto richiesto dal Patto di stabilità e crescita alla luce della posizione ciclica e del livello del debito pubblico. Lo scostamento riflette il ricorso alla clausola di flessibilità relativa alle riforme strutturali così come precisata nella citata comunicazione della Commissione europea. Viene confermato comunque il raggiungimento nel 2017 del pareggio di bilancio strutturale.

Alla fine di aprile una sentenza della Corte costituzionale ha dichiarato illegittima la sospensione per il biennio 2012-13 dell'indicizzazione al costo della vita delle pensioni superiori a tre volte il trattamento minimo, disposta alla fine del 2011. Il Governo ha recentemente approvato un decreto legge che riconosce per le pensioni fino a sei volte il trattamento minimo una indicizzazione parziale e decrescente all'aumentare dell'importo della pensione. Sulla base delle informazioni attualmente disponibili, per il 2015 l'onere dovuto al pagamento degli arretrati sarebbe pari a circa 2 miliardi; i maggiori oneri a regime sarebbero di importo contenuto (circa 0,5 miliardi l'anno).

Nelle raccomandazioni dello scorso 13 maggio la Commissione europea ha riconosciuto all'Italia la flessibilità prevista dalla clausola per l'attuazione delle riforme strutturali, richiedendo al Governo di garantire il conseguimento di un aggiustamento strutturale di bilancio pari a 0,25 e 0,1 punti percentuali del PIL rispettivamente nel 2015 e nel 2016. La Commissione ha altresì rilevato che nelle proprie stime tendenziali il saldo strutturale peggiorerebbe nel 2016 di 0,2 punti percentuali a fronte del miglioramento indicato dal Governo (0,5 punti). La discrepanza tra le due stime riflette per circa un terzo il fatto che le valutazioni della Commissione non includono le entrate previste sulla base della clausola di salvaguardia introdotta con la legge di stabilità per il 2014, in quanto le misure sottostanti non sono ancora sufficientemente precisate.

<sup>11</sup> Commissione europea, *Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di stabilità e crescita*, COM(2015) 12 final, 2015.



## 12. LA REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI IMPRESA E IL CONTESTO ISTITUZIONALE

L'attività delle imprese è condizionata in Italia dalle debolezze del quadro regolatorio e del contesto istituzionale, in particolare dalla scarsa efficacia dell'azione amministrativa (cfr. il capitolo 15: *La Pubblica amministrazione*), dalla lentezza della giustizia civile e dalla diffusa corruzione. I processi di riallocazione delle risorse, decisivi per uscire dalla prolungata recessione, sono frenati dall'elevato grado di regolamentazione di alcuni mercati, dalle disfunzioni degli istituti di gestione delle crisi di impresa e dal limitato sviluppo dei mercati finanziari.

Nel 2014 è proseguito il processo di riforme avviato tre anni prima. Oltre agli interventi riguardanti il mercato del lavoro (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*), sono stati modificati diversi istituti del diritto societario per favorire il ricorso delle imprese ai mercati finanziari. La giustizia civile è stata oggetto di interventi finalizzati a ridurre il contenzioso e i tempi delle procedure. Per rafforzare l'azione di contrasto alla corruzione è stato potenziato il ruolo dell'Autorità nazionale anticorruzione (ANAC). La regolamentazione dei mercati del prodotto, già interessata da rilevanti interventi nel triennio precedente, è stata da ultimo oggetto di attenzione con la presentazione del disegno di legge annuale per la concorrenza.

Iniziano a manifestarsi alcuni effetti delle riforme: è aumentato il grado di apertura alla concorrenza e si è ridotto il numero di procedimenti pendenti negli uffici giudiziari. L'impatto sull'attività economica è stato attutito, oltre che dal permanere di ritardi nell'adozione dei provvedimenti attuativi, dalla fase ciclica avversa e dalla bassa inflazione. Resta critico il funzionamento del diritto fallimentare, con riferimento sia alla liquidazione delle imprese insolventi sia alla risoluzione delle crisi reversibili.

### *La concorrenza e la regolamentazione dei mercati*

Sulla base degli indicatori dell'OCSE, tra il 2008 e il 2013 l'Italia ha registrato un aumento dell'apertura alla concorrenza in molti comparti dei servizi in virtù degli interventi adottati in prevalenza nel biennio 2011-12 (cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le riforme* nella *Relazione annuale* sul 2013). Gli effetti sulla crescita economica sono stati però finora attutiti dalla fase ciclica avversa e dalla bassa inflazione (cfr. il riquadro: *Le riforme della concorrenza e gli andamenti macroeconomici*).

Nel febbraio 2015 il Governo ha presentato un disegno di legge annuale per la concorrenza, dando così per la prima volta attuazione alla legge 23 luglio 2009, n. 99. La proposta recepisce alcune delle indicazioni contenute nella segnalazione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato del luglio 2014<sup>1</sup>. I comparti interessati sono

<sup>1</sup> AGCM, *Bollettino*, 27, 2014.



quelli dei servizi assicurativi, telefonici e bancari, della distribuzione dei carburanti e delle professioni legali.

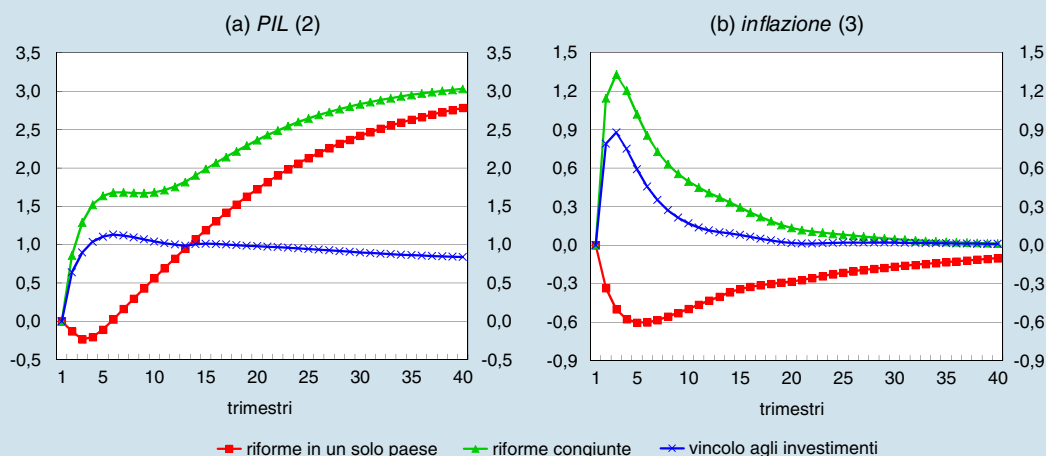
## LE RIFORME DELLA CONCORRENZA E GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Una più elevata concorrenza nei mercati del prodotto ha effetti positivi di lungo termine sul livello dell'attività economica: la riduzione dei margini applicati dalle imprese e dei prezzi per i beni e servizi direttamente interessati ne stimola la domanda finale e intermedia, con ricadute su altri settori. L'aspettativa di questi effetti positivi può influenzare i comportamenti di consumo e investimento, accelerandone la realizzazione. Il loro dispiegarsi nel tempo è però caratterizzato da un'incertezza molto elevata; vi incidono soprattutto le modalità di attuazione degli interventi a favore della concorrenza, il grado di credibilità circa la loro natura permanente e l'elasticità con cui gli investimenti in capitale fisico reagiscono all'attesa di un maggior livello di produzione nel lungo periodo.

Nel breve periodo la realizzazione di questi effetti richiede inoltre il contemporaneo sostegno della domanda. Nell'attuale contesto macroeconomico caratterizzato da vincoli alla discesa dei tassi di interesse nominali, le pressioni al ribasso sui prezzi derivanti da un aumento della concorrenza possono tradursi in un rialzo dei tassi di interesse in termini reali; tale effetto può indurre un differimento temporale delle decisioni di consumo e investimento, fino a determinare una contrazione dell'attività economica.

Figura

Effetti di un aumento del grado di concorrenza (1)



(1) Si simula una riduzione dei mark-up nel settore dei servizi pari a 10 punti percentuali nell'arco di 5 anni. – (2) Deviazione percentuale dal livello della simulazione di base. – (3) Deviazione dal livello della simulazione di base, punti percentuali annualizzati.

Le simulazioni di un modello di equilibrio economico generale dinamico dell'area dell'euro<sup>1</sup> suggeriscono che, in un contesto di discesa dei prezzi e di vincoli alla riduzione dei tassi di interesse nominali, riforme che rendano possibile un

<sup>1</sup> A. Gerali, A. Notarpietro e M. Pisani, *Structural reforms and zero lower bound in a monetary union*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1002, 2015.

aumento del grado di concorrenza attuate da un solo paese dell'area potrebbero avere un impatto limitato sull'attività economica nei primi due anni. Gli effetti positivi derivanti dall'attesa di un maggior livello di produzione nel lungo termine verrebbero compensati da quelli negativi, dovuti all'aumento dei tassi di interesse reali indotto dalla discesa dei prezzi. L'attuazione di una politica monetaria espansiva e l'adozione di misure che accrescono il grado di concorrenza sono dunque complementari nel breve periodo.

Riforme attuate simultaneamente dai paesi dell'area possono invece avere effetti più pronunciati sull'attività economica e un impatto positivo sui prezzi anche nel breve periodo. Ciò si verifica quando le misure adottate, oltre a favorire un aumento graduale dell'offerta di beni e servizi, generano nel breve e medio termine un impulso sufficientemente espansivo sulla domanda aggregata, grazie soprattutto a un aumento degli investimenti e delle esportazioni. Tuttavia in presenza di limiti alla capacità delle imprese di investire (ad es. per la presenza di vincoli nell'accesso al credito), la minore espansione della domanda aggregata limiterebbe sensibilmente l'impatto complessivo delle riforme sull'attività economica e sulla dinamica dei prezzi, rispetto al caso in cui gli investimenti reagiscano da subito.

### *La regolamentazione dell'attività di impresa*

*Il diritto societario e la corporate governance.* – Tra il 2000 e il 2014 il numero di società non finanziarie quotate in borsa è salito da 190 a 248. Nel confronto con i principali paesi dell'area dell'euro il ricorso al mercato azionario da parte delle imprese italiane rimane però contenuto: alla fine del 2014 la capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie in percentuale del PIL era pari a 19,3 in Italia; 35,2 in Spagna, 41,8 in Germania e 62,5 in Francia.

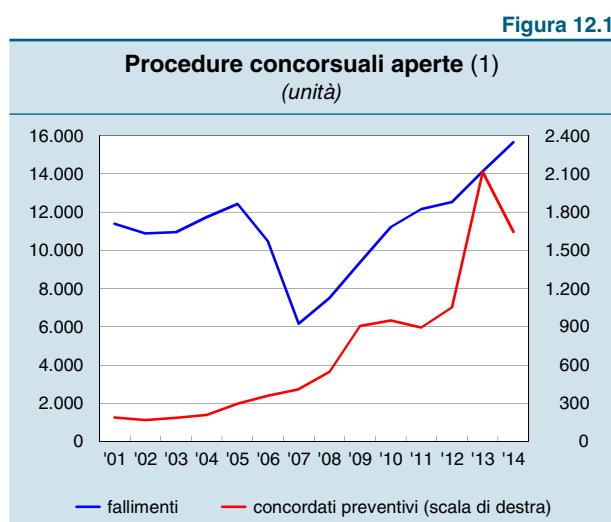
Le misure introdotte nel 2014 (decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 116), finalizzate a stimolare il ricorso a forme di finanziamento alternative al canale bancario, hanno previsto incentivi di natura fiscale e regolamentare alla quotazione (cfr. il riquadro: *Le nuove norme sull'erogazione di credito alle imprese da parte degli intermediari non bancari*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014). È stato consentito alle società non quotate di emettere azioni a voto plurimo, con l'opzione di mantenerle in caso di successiva quotazione. Tali azioni, alterando il principio di proporzionalità tra assunzione del rischio e potere decisionale, permettono di esercitare il controllo con un impegno finanziario limitato. Nel contesto italiano, in cui la proprietà delle imprese è molto concentrata e il carattere familiare diffuso (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*), il loro utilizzo può contribuire a ridurre le remore alla quotazione. Vi sono anche riflessi negativi sul costo del capitale, che possono essere tuttavia limitati dagli emittenti accompagnando la quotazione con il rafforzamento dei presidi a tutela dei soci di minoranza.

Un istituto simile è stato previsto anche per le società già quotate, legandolo alla durata di detenzione delle azioni. In particolare, per favorire una più attiva e lungimirante partecipazione degli azionisti alla vita societaria, gli statuti possono riconoscere una maggiorazione del diritto di voto ai soggetti che detengano i titoli per almeno due anni. Data la scarsa propensione degli investitori istituzionali ad avvalersi

del voto maggiorato, verosimilmente lo strumento sarà utilizzato soprattutto dai soci di controllo, riducendo ulteriormente la contendibilità delle imprese.

*Il diritto fallimentare.* – Tempi lunghi e incertezze sugli esiti delle crisi di impresa favoriscono l'accumulazione delle partite deteriorate nei bilanci degli intermediari e si riflettono negativamente sulla loro capacità di erogazione del credito (cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*). Negli anni della crisi il numero di procedure concorsuali aperte (fallimentari e concordatarie) è significativamente aumentato.

Il numero annuo di fallimenti aperti è in crescita dal 2007, dopo il calo dovuto alla riforma del 2006 che ha, tra l'altro, limitato l'ambito di applicazione delle procedure (fig. 12.1). La riduzione della durata dei fallimenti, pure tra gli obiettivi della riforma, non sembra essersi realizzata. Elaborazioni sui dati del registro delle imprese (di fonte Cerved) indicano che solo il 49,1 per cento dei fallimenti aperti nel biennio 2007-08 sono stati chiusi entro i successivi sei anni (l'analoga misura negli anni 2001-02 era pari a 48,4). Permangono differenze rilevanti a livello territoriale; la quota di fallimenti chiusi entro sei anni è pari a 53,3 per cento nel Nord, a 50,2 nel Centro e 41,0 nel Mezzogiorno. Sulla mancata riduzione dei tempi delle procedure fallimentari possono aver influito le difficoltà di vendita dei beni liquidati, accresciute dalla prolungata recessione.



Fonte: elaborazioni su dati Cerved e Infocamere.

(1) Per i concordati preventivi si considerano le domande per le quali è stato presentato il relativo piano.

Dopo la revisione della procedura nel 2005 – volta a facilitare un intervento precoce nelle situazioni di crisi e la continuità delle attività aziendali – il ricorso al concordato preventivo si è ampliato, anche rispetto ai fallimenti (fig. 12.1). L'introduzione del concordato “con riserva” nel 2012 e gli interventi parzialmente correttivi del 2013 hanno dapprima ulteriormente favorito e poi limitato l'uso dello strumento. Anche gli esiti delle ristrutturazioni aziendali possono essere stati influenzati dalla difficile situazione congiunturale. Nella grande maggioranza dei casi di ricorso al concordato preventivo l'impresa non recupera una sana e piena operatività: solo il 4 per cento di quelle che hanno aperto una procedura nel biennio 2006-07, produceva ricavi sei anni dopo<sup>2</sup>. Peraltro, la risoluzione delle crisi nell'ambito delle procedure di concordato può avvenire anche attraverso la cessione del complesso aziendale (o di parte di esso).

<sup>2</sup> C. Castelli, M. Micucci, G. Rodano e G. Romano, *Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

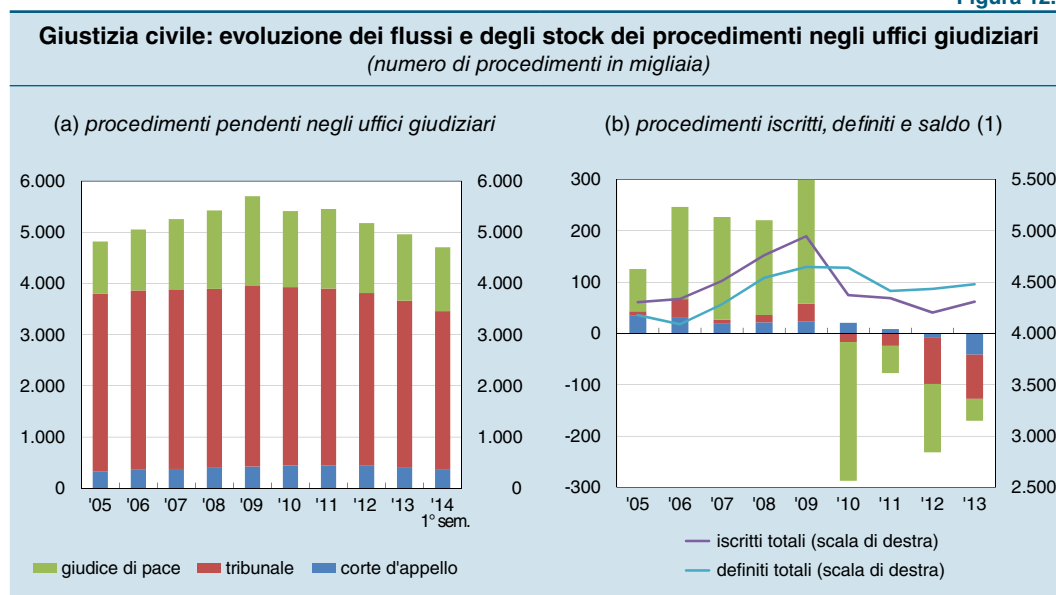
È stata recentemente costituita presso il Ministero della Giustizia una commissione di esperti con l'incarico di elaborare proposte di interventi di riforma e di riordino della disciplina delle procedure concorsuali.

### I fattori di contesto

*La giustizia civile.* – L'azione di riforma avviata nel 2011 è proseguita con il decreto legge 12 settembre 2014, n. 132 convertito dalla legge 10 novembre 2014, n. 162. Con l'obiettivo di ridurre il contenzioso sono state introdotte due nuove procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie (la negoziazione assistita e il trasferimento, su richiesta delle parti, di liti pendenti nei tribunali e nelle corti d'appello a un collegio arbitrale). Per scoraggiare ricorsi pretestuosi è stato aumentato il tasso di interesse legale ed è stato modificato il regime di compensazione delle spese legali. Al fine di ridurre i tempi dei procedimenti è stata riconosciuta al giudice, nel processo di cognizione, la facoltà di decidere il passaggio dal rito ordinario a quello sommario (con procedure semplificate e termini ridotti); nelle procedure esecutive è stata consentita agli ufficiali giudiziari la consultazione delle banche dati telematiche per la ricerca dei beni da pignorare.

Cominciano a manifestarsi gli effetti delle riforme realizzate. Dal picco della fine del 2009 (oltre 5.700.000 casi) al 30 giugno 2014 il numero di procedimenti pendenti negli uffici giudiziari si è ridotto del 18 per cento. Il calo è stato più marcato negli uffici del giudice di pace (-28 per cento) che nei tribunali (-13 per cento) e nelle corti d'appello (-12 per cento), il cui contributo è stato peraltro rilevante soprattutto nel biennio 2012-13 (fig. 12.2).

Figura 12.2



Fonte: elaborazioni su dati Ministero della Giustizia.

(1) Il saldo è dato dalla differenza tra procedimenti iscritti e definiti ed è calcolato per tipologia di ufficio giudiziario.

La diminuzione del numero dei procedimenti pendenti è attribuibile principalmente al calo dei nuovi afflussi, su cui hanno influito soprattutto gli interventi adottati negli anni passati su specifiche tipologie di procedimenti (in particolare sulle

opposizioni alle sanzioni amministrative, sui ricorsi in materia previdenziale e su quelli per il riconoscimento dei danni derivanti da eccessiva durata dei processi).

La durata dei processi rimane peraltro molto elevata; permangono inoltre differenze rilevanti tra gli uffici giudiziari. La quota di procedimenti pendenti da più di tre anni nei tribunali è pari in media al 28 per cento, al 4 per cento nel tribunale più virtuoso e al 64 per cento in quello meno efficiente<sup>3</sup>. Ulteriori progressi sono legati al miglioramento del sistema di incentivi per i soggetti coinvolti e agli interventi di natura organizzativa in corso negli uffici giudiziari, connessi con la riorganizzazione territoriale, l'impiego delle tecnologie informatiche e l'attuazione di programmi di riduzione dell'arretrato.

*La corruzione.* – Gli indicatori disponibili a livello internazionale, basati su indagini che rilevano le percezioni, segnalano un'elevata incidenza dei fenomeni corruttivi nel nostro paese. Sebbene possano essere soggetti a distorsioni, tali indicatori forniscono comunque utili informazioni comparative. Secondo il **Corruption Perception Index**, elaborato da Transparency International, l'Italia è il paese dell'Unione europea cui si attribuiscono i più elevati livelli di corruzione insieme a Bulgaria, Grecia e Romania. Evidenze analoghe provengono dall'indicatore **Control of Corruption** della Banca Mondiale.

Sia le misure di natura oggettiva (ricavate dai dati sull'attività giudiziaria e investigativa), sia le misure basate sulle percezioni, indicano una maggiore incidenza del fenomeno nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord. Il divario risulta confermato anche tenendo conto delle distorsioni nelle misurazioni (cfr. il riquadro: *Le distorsioni nelle misure soggettive di corruzione*).

#### LE DISTORSIONI NELLE MISURE SOGGETTIVE DI CORRUZIONE

La carenza di dati sull'effettiva diffusione della corruzione ha indotto l'utilizzo di misure basate sulle percezioni del fenomeno. Sebbene possano risentire di distorsioni connesse con la soggettività delle percezioni e con altri fattori di contesto, questi indicatori sono ampiamente utilizzati nella letteratura economica, in particolare nel confronto internazionale.

L'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia contiene una serie di domande per misurare la probabilità che ciascun intervistato (circa 1.800 individui) attribuisce al verificarsi di eventi di corruzione e alla circostanza che questi siano scoperti e sanzionati. Dalle risposte sono ricavate misure di diffusione della corruzione e di fiducia nell'attività di contrasto basate sulle percezioni degli intervistati ed espresse come probabilità soggettive che variano tra 0 e 100. Esse mostrano che nel Mezzogiorno la percezione della corruzione è molto più estesa, mentre le misure di contrasto sono considerate lievemente più efficaci rispetto a quanto osservato nelle altre regioni.

Un nostro recente studio valuta se e quanto queste misure siano influenzate dai mezzi di informazione, verificando se le risposte degli intervistati reagiscono al

<sup>3</sup> Cfr. [https://webstat.giustizia.it/\\_layouts/15/start.aspx#/Analisi%20e%20ricerche/forms/performance.aspx](https://webstat.giustizia.it/_layouts/15/start.aspx#/Analisi%20e%20ricerche/forms/performance.aspx).

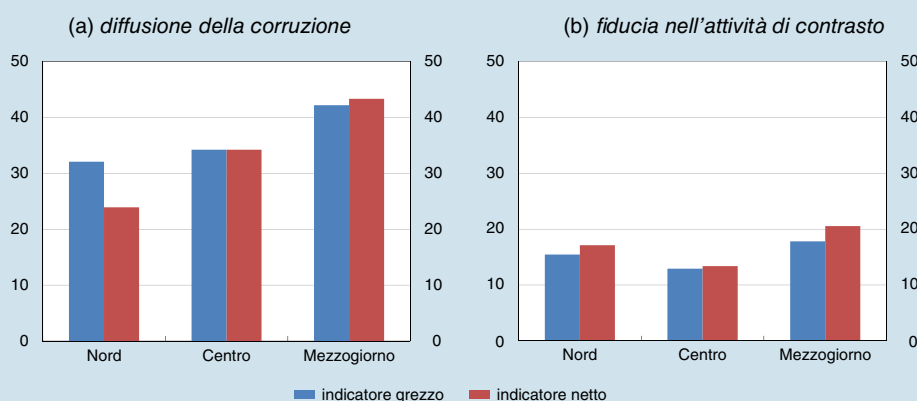
numero di notizie inerenti alla corruzione apparse sulle prime pagine di 30 quotidiani online nel giorno dell'intervista<sup>1</sup>.

I risultati evidenziano che una notizia aggiuntiva relativa alla corruzione, pari all'8,4 per cento della media giornaliera delle notizie rilevate, aumenta la percezione della diffusione del fenomeno di 0,2 punti percentuali (pari a circa l'1 per cento rispetto alla media) e determina una diminuzione della fiducia nell'attività di contrasto di 0,6 punti percentuali (pari a circa l'1 per cento rispetto alla media).

L'impatto dei mezzi di informazione sulla percezione della corruzione è più marcato nel Nord del Paese. Al netto di tale effetto, la differenza tra Nord e Mezzogiorno aumenta di circa 9 punti percentuali, passando da 10,1 a 19,4 (figura, pannello a). L'impatto dell'attenzione mediatica sulla fiducia nell'attività di contrasto è invece più omogeneo tra le aree del Paese: tenendo conto delle distorsioni attribuibili ai mezzi di informazione, la differenza tra Nord e Mezzogiorno aumenta di circa un punto percentuale, passando da 2,4 a 3,4 (figura, pannello b).

Figura

**Indicatori di corruzione basati sulle percezioni:  
confronto tra misure "grezze" e "al netto" dell'influenza dei mezzi di informazione (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane.

(1) L'indicatore di diffusione della corruzione rappresenta la probabilità (tra 0 e 100) che ciascun intervistato attribuisce all'eventualità che un funzionario pubblico richieda una somma di denaro, un favore o un regalo in cambio dei propri servizi. L'indicatore di fiducia nell'attività di contrasto rappresenta invece la probabilità (tra 0 e 100) che un funzionario corrotto sconti una pena in carcere se scoperto. Per ciascuna macroarea: gli indicatori "grezzi" corrispondono al valore medio delle probabilità riportate dagli intervistati; gli indicatori "netti" sono ottenuti sottraendo al valore medio dell'indicatore grezzo il prodotto tra il coefficiente della stima ai minimi quadrati dell'impatto dell'attenzione mediatica sulle percezioni di corruzione e il numero medio di notizie inerenti a fatti di corruzione nella macroarea nel periodo di osservazione.

<sup>1</sup> L. Rizzica e M. Tonello, *Exposure to media and corruption perceptions*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

Dal 2012, con la legge 6 novembre 2012, n. 190, è stata rafforzata l'azione di contrasto alla corruzione, affiancando alla repressione penale misure di natura preventiva. Prosegue l'adozione delle disposizioni attuative: nell'aprile 2015 sono state approvate dall'ANAC le linee guida in materia di tutela del dipendente pubblico che segnala illeciti (*whistleblowing*).

Il decreto legge 24 giugno 2014, n. 90 convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 114 è intervenuto sul settore dei contratti pubblici. Il ruolo dell'ANAC è stato rafforzato,

con l'attribuzione di poteri di commissariamento delle imprese aggiudicatrici di commesse per la realizzazione di lavori pubblici che siano oggetto di indagini giudiziarie per reati contro la Pubblica amministrazione, e con il trasferimento delle competenze della soppressa Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici. È stato inoltre previsto l'obbligo di comunicazione all'Autorità delle varianti in corso d'opera di maggiore rilevanza.

Il disegno di legge delega per il recepimento delle direttive europee del 2014 in materia di contratti pubblici prevede un'incisiva semplificazione della normativa che, unitamente all'esercizio di poteri di regolazione del mercato da parte dell'ANAC, potrebbe contribuire a ridurre la vulnerabilità dei meccanismi di aggiudicazione ai rischi di corruzione, oggi acuiti dall'estrema complessità della disciplina.

La diffusione dei fenomeni corruttivi è amplificata dalla presenza delle organizzazioni criminali, ormai anche al di fuori dei territori di tradizionale insediamento. Corruzione e criminalità organizzata generano distorsioni nell'allocazione delle risorse, riducono l'efficacia dell'azione pubblica e ostacolano lo sviluppo<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> G. Barone e G. Narciso, *Organized crime and business subsidies: where does the money go?*, "Journal of Urban Economics", 86, 2015, pp. 98-110; G. Barone e S. Mocetti, *Natural disasters, growth and institutions: a tale of two earthquakes*, "Journal of Urban Economics", 84, 2014, pp. 52-66; P. Pinotti, *The economic costs of organized crime: evidence from southern Italy*, "Economic Journal", di prossima pubblicazione.



### 13. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2014 e nei primi mesi del 2015 l'attività degli intermediari creditizi e degli investitori istituzionali ha risentito positivamente dell'abbondante liquidità sui mercati e dei bassi tassi di interesse. Il costo molto contenuto della provvista, sia all'ingrosso sia al dettaglio, ha consentito alle banche di ridurre significativamente il rifinanziamento presso l'Eurosistema. Nel 2014 gli investitori istituzionali hanno raccolto fondi per circa 110 miliardi, l'ammontare più elevato degli ultimi quindici anni, traendo vantaggio dalla domanda di rendimenti più alti da parte dei risparmiatori. I rischi di uno scenario di prolungati bassi tassi di interesse restano contenuti sia per gli intermediari sia per gli investitori istituzionali italiani, grazie al sostanziale bilanciamento della durata finanziaria e dei rendimenti di attività e passività (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

La mancata ripresa dell'economia ha continuato a penalizzare fortemente gli intermediari creditizi. Nel 2014 i prestiti sono nuovamente diminuiti e la qualità del credito è peggiorata, anche se in misura inferiore rispetto al 2013. Emergono tuttavia segnali di miglioramento; ancora deboli sulla qualità del credito, più marcati sull'andamento dei prestiti. Il progressivo allentamento delle condizioni di offerta, rilevato dalle indagini qualitative sul credito dalla seconda metà dello scorso anno, è proseguito nei primi mesi di quello in corso. Indicazioni di una graduale ripresa del credito vengono anche dalle nuove erogazioni di prestiti, in aumento per le famiglie e, dall'inizio del 2015, per le imprese.

Nel 2014 gli utili netti delle banche sono rimasti negativi, ma la patrimonializzazione degli intermediari si è rafforzata grazie agli aumenti di capitale realizzati nella prima parte dell'anno. La redditività è stata negativa anche per gli altri intermediari creditizi. È proseguita la riduzione del numero delle banche e degli sportelli per conseguire guadagni di efficienza. I costi, sia amministrativi sia del lavoro, sono tuttavia lievemente cresciuti; vi hanno contribuito gli oneri sostenuti per incentivare uscite anticipate di personale.

Sono aumentati gli utili di tutte le principali categorie di investitori istituzionali grazie all'andamento positivo della raccolta.

Nel 2014 si è svolto l'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci delle maggiori banche dell'area dell'euro (*comprehensive assessment*), propedeutico all'avvio del Meccanismo di vigilanza unico. I risultati per le banche italiane sono stati nel complesso positivi; hanno contribuito ad accrescere la trasparenza dei bilanci e a rafforzare la fiducia del mercato. Le banche per le quali sono state rilevate carenze di capitale hanno presentato piani di rafforzamento patrimoniale; la Banca d'Italia ne sta seguendo l'attuazione nell'ambito del Consiglio di vigilanza (cfr. *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sul 2014).

## LE BANCHE

### *La struttura dell'industria bancaria italiana*

In Italia sono attive 663 banche, 150 delle quali appartenenti a 75 gruppi; tra le rimanenti, 365 sono banche di credito cooperativo. Valutato in termini di attività finanziarie complessive, il settore bancario italiano è di dimensioni contenute (2,6 volte il PIL nel 2014 a fronte di 3,1 nell'area dell'euro e in Germania, 4,0 in Francia). Anche i principali gruppi sono relativamente piccoli nel confronto internazionale. Il grado di concentrazione dell'industria bancaria – misurato dalla quota di attività facenti capo alle cinque maggiori banche, pari nel 2013 a circa il 40 per cento – si colloca su valori intermedi rispetto a quelli degli altri maggiori paesi europei<sup>1</sup>.

La struttura dell'industria sta cambiando per effetto sia della crisi che ha comportato una riduzione del numero degli intermediari e la necessità di contenere i costi operativi, sia delle sollecitazioni provenienti dal progresso tecnico che ha ampliato la gamma dei canali distributivi. Tra il 2008 e il 2014 il numero di banche è sceso del 17 per cento, soprattutto a seguito dell'uscita dal mercato di intermediari in difficoltà e relativamente meno efficienti. Nel 2014 sono state avviate procedure di amministrazione straordinaria nei confronti di 12 banche (7 banche di credito cooperativo e 5 società per azioni, 2 delle quali appartenenti a gruppi le cui capogruppo erano già in amministrazione straordinaria); per altre 2 banche di credito cooperativo è stata avviata la procedura di liquidazione.

Tra il 2008 e il 2014 il numero di dipendenti bancari e quello degli sportelli sono diminuiti rispettivamente di circa 17.900 (-5,6 per cento) e 3.400 (-9 per cento) unità: il calo è stato molto più ampio per i cinque maggiori gruppi, che nello stesso periodo hanno ridotto significativamente la propria quota di mercato. L'utilizzo dei canali distributivi (internet, mobile e phone banking) che sfruttano le potenzialità offerte dalle nuove tecnologie è cresciuto. Il numero di clienti che hanno accesso ai servizi a distanza è aumentato, nel periodo 2008-2014, del 65 per cento, a 25 milioni circa; la quota di bonifici effettuati attraverso canali telematici si è incrementata di oltre 20 punti percentuali (al 43 per cento).

La compressione dei profitti e l'esigenza di mantenere gli elevati livelli di patrimonio richiesti dalle riforme regolamentari incentivano la ricerca di guadagni di efficienza. La riforma delle banche popolari approvata di recente aumenta la capacità di attirare capitali nel settore. Il protocollo stilato tra il Ministero dell'Economia e delle finanze e l'Associazione di Fondazioni e Casse di risparmio stimolerà le fondazioni a diversificare maggiormente i loro investimenti. Le strutture federative delle banche di credito cooperativo, inoltre, stanno valutando iniziative di riforma che favoriscano, anche prevedendo l'appartenenza a veri e propri gruppi bancari, una maggiore integrazione e la possibilità di accedere, quando necessario, al mercato dei capitali.

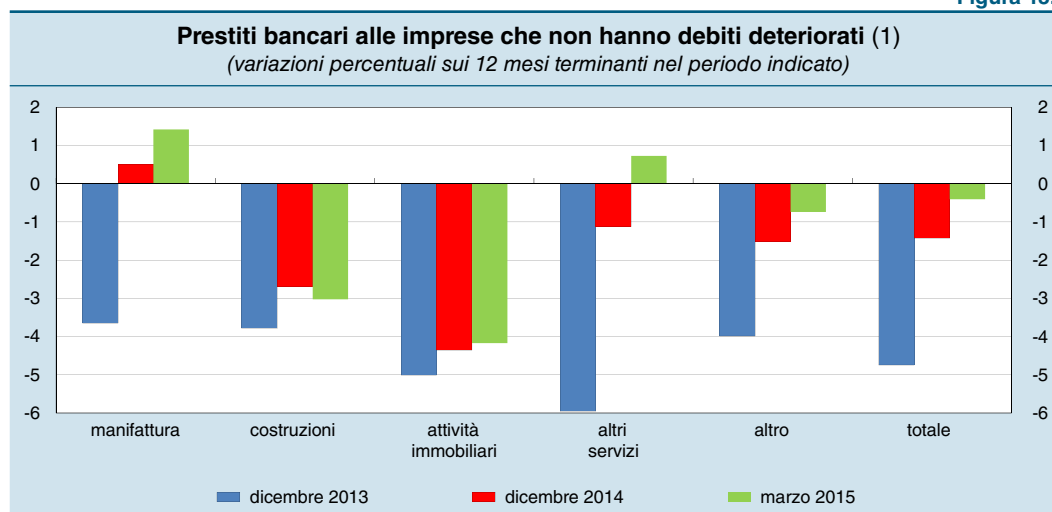
<sup>1</sup> BCE, *Banking Structures Report*, 2014. I dati sono calcolati su base non consolidata.

## Le attività

*Il credito.* – Nel 2014 il credito a residenti delle banche operanti in Italia ha continuato a ridursi (0,7 per cento), seppure a un ritmo molto più contenuto rispetto al 2013. I prestiti alle famiglie si sono pressoché stabilizzati. Le nuove erogazioni di mutui sono tornate a crescere (11,0 per cento), sospinte dalla diminuzione dei tassi di interesse che li ha riportati su valori prossimi a quelli del 2010 (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*). I finanziamenti alle imprese sono ulteriormente scesi (-2,0 per cento), sebbene in misura nettamente inferiore al 2013 (-5,1), soprattutto a causa della domanda ancora debole e delle condizioni di bilancio delle imprese (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). L'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema ha rilevato un progressivo allentamento delle condizioni di offerta nel corso del 2014, soprattutto per le imprese meno rischiose. Il miglioramento è proseguito anche nel primo trimestre di quest'anno e, secondo le banche, la tendenza continuerebbe nei prossimi mesi, associandosi a una ripresa della domanda. Nello stesso periodo le nuove erogazioni di prestiti alle imprese sono cresciute, rispetto al livello medio del 2014, di quasi il 13 per cento.

La dinamica del credito è stata molto più favorevole per le imprese che non hanno debiti deteriorati. Nel 2014 nell'industria manifatturiera i finanziamenti a queste imprese sono cresciuti (0,5 per cento; -3,6 nel 2013); per il settore dei servizi, escludendo le società immobiliari, il calo è stato contenuto (fig. 13.1). Per le imprese appartenenti a entrambi i settori la ripresa del credito si è ulteriormente rafforzata nei primi mesi del 2015.

Figura 13.1



Fonte: Centrale dei rischi.

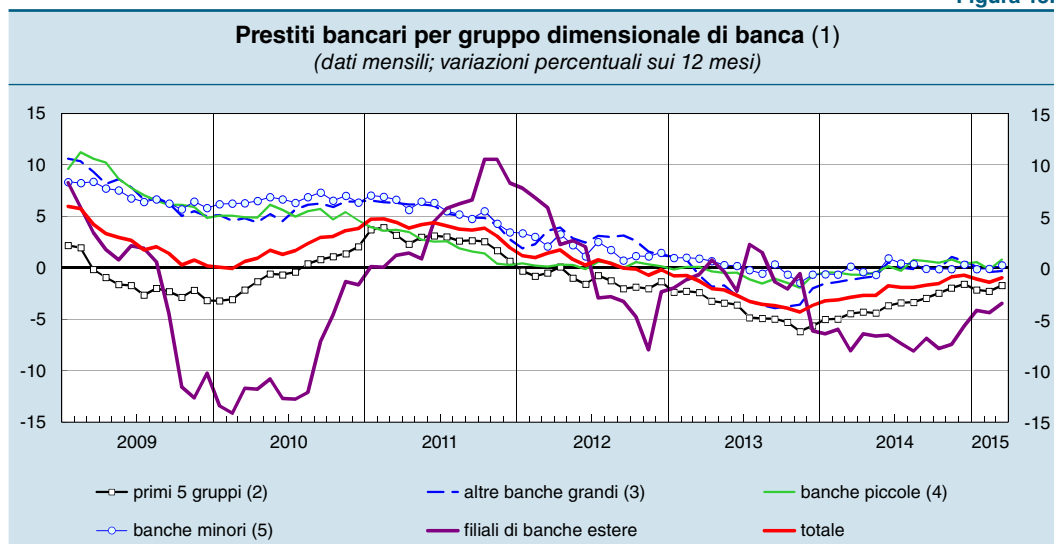
(1) Prestiti a imprese che nell'arco dei 12 mesi considerati avevano solo debiti non deteriorati. I settori sono identificati utilizzando la classificazione Ateco 2007.

I prestiti erogati dai primi cinque gruppi e dalle filiali di banche estere hanno continuato a contrarsi, seppure a ritmi inferiori rispetto al 2013; quelli erogati dalle altre categorie di intermediari sono invece leggermente cresciuti (fig. 13.2).

Il differente andamento del credito tra banche di diverse dimensioni dipende da fattori sia di offerta sia di domanda. Le banche più piccole si caratterizzano per un modello di intermediazione basato sul contatto diretto con i debitori (*relationship lending*) che crea maggiori incentivi a salvaguardare le relazioni di lungo periodo. Tra la clientela delle banche di minore dimensione rivestono inoltre un peso rilevante le

piccole e medie imprese, che non hanno facilmente accesso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario. Le imprese di maggiore dimensione, alle quali fa capo una quota significativa dei prestiti delle banche più grandi, hanno invece sostituito negli anni più recenti, per importi rilevanti, credito bancario con obbligazioni.

Figura 13.2



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2015 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo 2015 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Le variazioni percentuali sono corrette per tener conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e UniCredit. – (3) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 21.532 e 182.052 milioni. – (4) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 3.626 e 21.531 milioni. – (5) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati inferiori a 3.626 milioni.

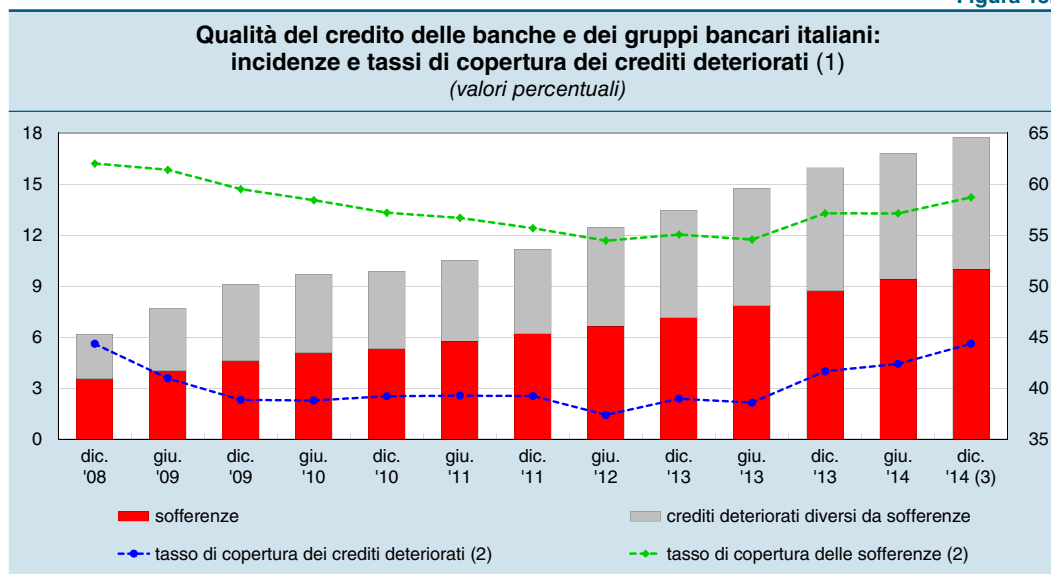
*Qualità del credito.* – Nel 2014 il tasso di ingresso in sofferenza è stato pari al 2,6 per cento in media d'anno, in calo di circa 0,3 punti percentuali rispetto al 2013; l'analogo indicatore calcolato sull'insieme dei prestiti deteriorati è stato del 4,9 per cento (5,6 nel 2013). Nell'ultimo trimestre si è osservato un peggioramento dovuto al protrarsi della fase avversa del ciclo; vi ha contribuito, analogamente a quanto osservato in occasione di precedenti interventi ispettivi, il recepimento nei bilanci dei 15 maggiori intermediari – avvenuto simultaneamente – dei risultati della revisione della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2014).

Nel primo trimestre del 2015 il tasso di ingresso in sofferenza, su base annua e al netto dei fattori stagionali, è diminuito al 2,4 per cento, un valore inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 2014.

Nonostante l'aumento dei prestiti deteriorati, che nel dicembre 2014 hanno raggiunto il 17,7 per cento dei prestiti totali, il tasso di copertura, misurato dal rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni, è cresciuto di 2,7 punti percentuali, al 44,4 per cento (fig. 13.3).

L'elevata consistenza delle partite deteriorate risente dei tempi di recupero dei crediti, significativamente più lunghi in Italia che all'estero (cfr. il capitolo 12: *La regolamentazione dell'attività di impresa e il contesto istituzionale*). Il limitato sviluppo

Figura 13.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri. Le incidenze sono calcolate a partire dalle esposizioni al lordo delle relative rettifiche di valore. Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (2) Scala di destra. – (3) Dati provvisori.

di un mercato privato dei crediti in sofferenza, che si riflette nel volume contenuto di cessioni e cartolarizzazioni di sofferenze (circa 5 miliardi di esposizioni cancellate dal bilancio nel 2014), costituisce un ostacolo al riassorbimento degli effetti della crisi. Sono allo studio misure per incentivare la riduzione dei crediti in sofferenza (cfr. il riquadro: *Una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

*I titoli.* – Nel 2014 le consistenze dei titoli di debito detenuti in portafoglio dalle banche sono diminuite (-0,4 per cento). La quota di titoli di Stato sul totale delle attività è lievemente aumentata, dal 9,8 al 10,2 per cento, principalmente per effetto della rivalutazione dei titoli in portafoglio connessa con il calo dei rendimenti. Gli acquisti netti sono stati invece sostanzialmente nulli, a differenza del biennio 2012-13 nel corso del quale le banche avevano effettuato acquisti netti largamente positivi, anche per effetto del forte aumento del differenziale di rendimento unitario, corretto per il rischio, tra i titoli di Stato e i prestiti alle famiglie e alle imprese (cfr. il riquadro: *I recenti acquisti di titoli pubblici italiani da parte delle banche*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 6, 2013).

La riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato, cui contribuisce il programma di acquisto di titoli pubblici recentemente varato dall'Eurosistema (cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*) e, in prospettiva, il calo del rischio di credito dovrebbero ristabilire un differenziale positivo tra i rendimenti attesi e favorire una graduale sostituzione dei titoli con prestiti.

### La raccolta

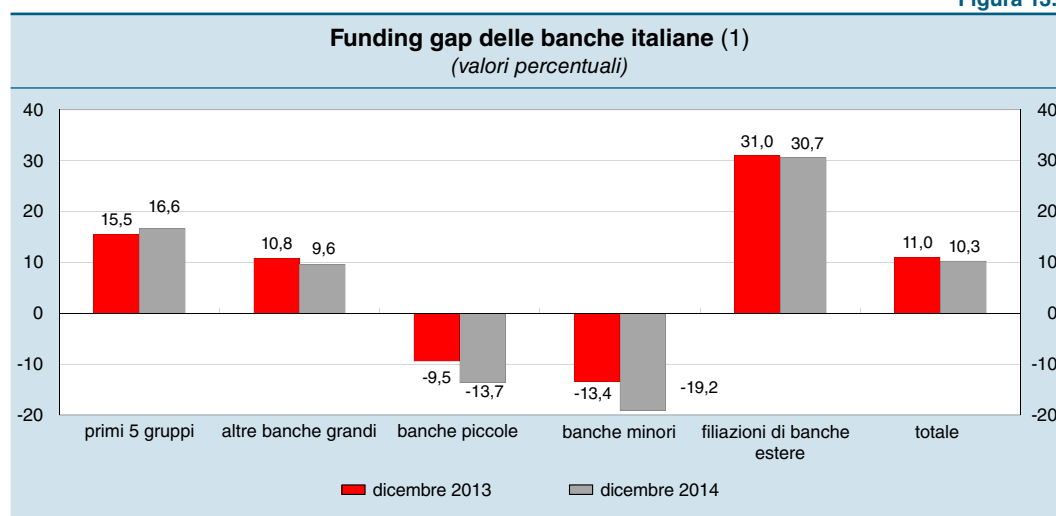
Nel 2014 la raccolta complessiva si è ridotta del 2,2 per cento (-3,4 nel 2013). Al netto del rifinanziamento presso l'Eurosistema, il calo è risultato più contenuto (-0,6 per

cento). Il costo medio della raccolta è diminuito nel corso dell'anno, beneficiando anche delle operazioni di allentamento quantitativo attuate dalla BCE: nel dicembre 2014 si è collocato allo 0,9 per cento, un livello molto basso nel confronto storico e inferiore di 30 punti base rispetto alla fine del 2013. Nel 2014 la raccolta al dettaglio è lievemente aumentata (0,3 per cento). La crescita dei depositi (6,1 per cento) ha più che compensato il forte calo delle obbligazioni collocate presso le famiglie (-21,4 per cento). Tra i depositi sono cresciuti quelli in conto corrente, mentre sono scesi quelli con durata prestabilita e i pronti contro termine. La ricomposizione tra diversi strumenti finanziari riflette sia strategie di offerta delle banche per contenere i costi della raccolta, sia verosimilmente l'esigenza dei risparmiatori di mantenere scorte liquide a fronte della crescita degli investimenti in strumenti finanziari più rischiosi (cfr. il capitolo 7: *Le famiglie*).

La raccolta all'ingrosso si è ridotta (-3,0 per cento), anche se a un ritmo decrescente a partire dalla seconda metà del 2014; quella interbancaria sull'estero è diminuita del 6,7 per cento, mentre le obbligazioni collocate presso gli investitori istituzionali sono cresciute del 4,0 per cento grazie alle favorevoli condizioni prevalenti sui mercati finanziari.

L'aumento dell'incidenza della raccolta al dettaglio ha contribuito, assieme alla diminuzione dei prestiti, alla riduzione del funding gap, vale a dire la parte di prestiti non finanziata dalla raccolta al dettaglio, che ha riguardato anche le banche che non hanno ridotto il credito (fig. 13.4; cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

Figura 13.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) Differenza tra i prestiti a residenti e raccolta al dettaglio (depositi da residenti e obbligazioni collocate presso le famiglie) in rapporto ai prestiti ai residenti. Sono escluse Cassa depositi e prestiti e le filiali di banche estere.

Si è progressivamente ridotto il ricorso al rifinanziamento presso l'Eurosistema (-18,8 per cento). I nuovi finanziamenti ottenuti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO; cfr. il capitolo 4: *La politica monetaria nell'area dell'euro*) hanno solo in parte sostituito le operazioni di rifinanziamento a tre anni rimborsate.

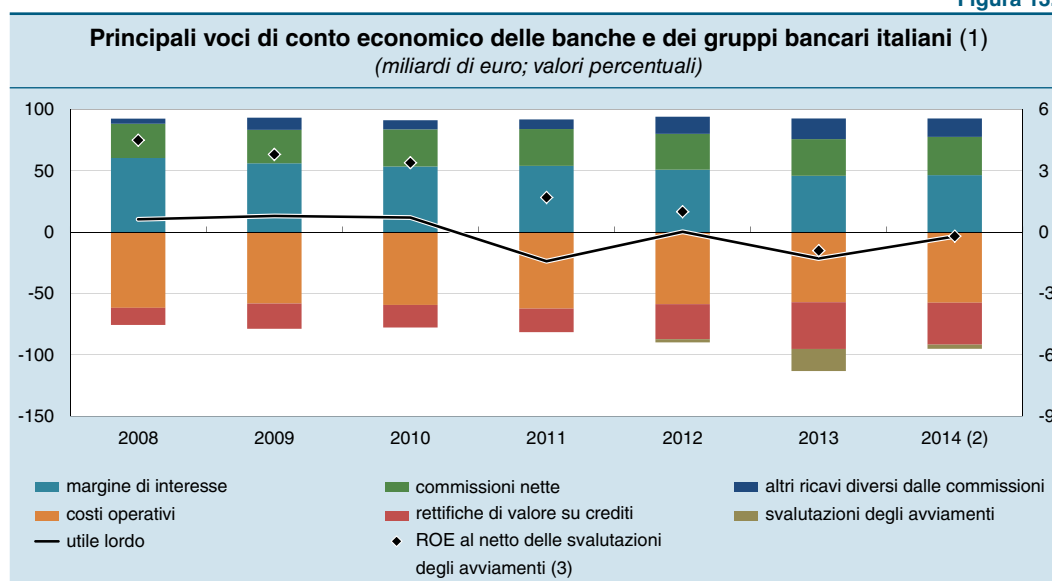
Nei primi tre mesi del 2015 la contrazione della raccolta si è ulteriormente attenuata (-0,6 per cento). Al netto delle passività verso l'Eurosistema, la raccolta è aumentata dell'1,5 per cento; si è espansa sia la provvista al dettaglio, sia quella all'ingrosso. La

crescita di quest'ultima ha riguardato tutte le sue componenti, inclusi i depositi di non residenti aumentati per la prima volta dal luglio 2011.

### La redditività e il patrimonio

*La redditività.* – Nel 2014 il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), al netto delle svalutazioni degli avviamenti, è rimasto negativo (-0,2 per cento), seppur con un lieve miglioramento rispetto all'anno precedente (-0,9 per cento; fig. 13.5). Sulla redditività delle banche e dei gruppi bancari italiani hanno pesato le ingenti rettifiche di valore su crediti, che hanno assorbito pressoché interamente il risultato di gestione.

Figura 13.5



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori. – (3) Scala di destra.

Il margine di interesse è aumentato dell'1,0 per cento: la flessione dei volumi intermediati è stata più che compensata dalla ricomposizione della raccolta verso le componenti meno onerose, che ha consentito un ampliamento dei margini unitari. Gli altri ricavi si sono leggermente ridotti (-1,0 per cento). Alla crescita delle commissioni nette (4,7 per cento), dovuta alla ripresa del settore del risparmio gestito, si è associata la flessione dei proventi dell'attività di negoziazione e di quelli connessi con la cessione di partecipazioni finanziarie (questi ultimi particolarmente elevati nel 2013). Il margine di intermediazione è rimasto sostanzialmente invariato.

Dopo essere diminuiti nei precedenti due esercizi, i costi operativi sono lievemente cresciuti (0,6 per cento); vi hanno contribuito gli oneri sostenuti da alcuni grandi gruppi per incentivare l'uscita anticipata di personale. L'intesa recentemente raggiunta per il rinnovo del contratto nazionale del credito potrà contribuire a contenere le spese per il personale nei prossimi anni.

L'azione di riduzione dei costi negli anni successivi alla crisi globale ha permesso al sistema nel suo complesso di limitare l'impatto sulla redditività della fase recessiva (cfr. il riquadro: *Le principali banche dell'area dell'euro: composizione dell'attivo e redditività*).

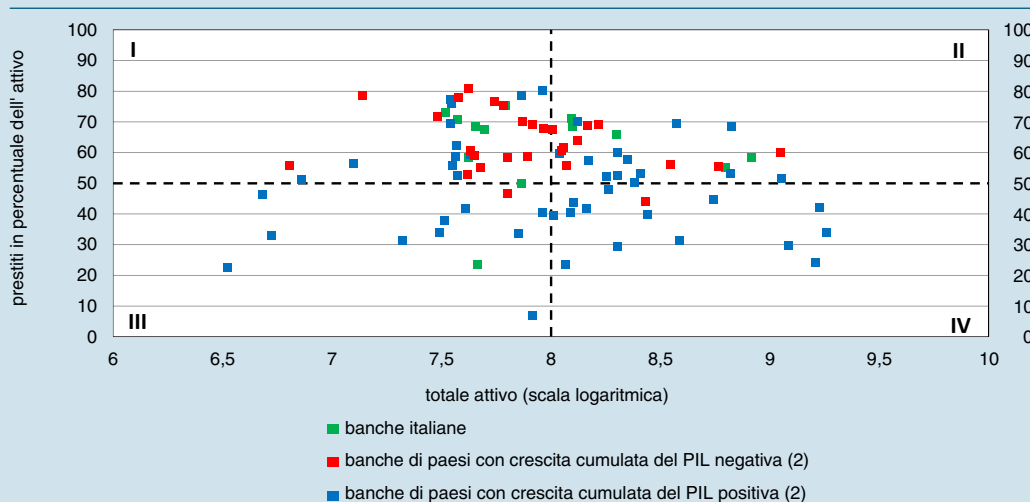


## LE PRINCIPALI BANCHE DELL'AREA DELL'EURO: COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO E REDDITIVITÀ

Dal novembre 2014, con l'avvio del Meccanismo di vigilanza unico le principali banche dell'area dell'euro sono vigilate direttamente dalla BCE. Tra gli intermediari interessati, l'eterogeneità è notevole sia nella dimensione sia nell'operatività prevalente. Nella figura sono riportati il totale dell'attivo (scala logaritmica) e la quota costituita da prestiti diversi da quelli interbancari per un campione di 90 banche per le quali sono disponibili dati pubblici sulla composizione dell'attivo<sup>1</sup>. I 13 gruppi italiani si collocano per la quasi totalità nella parte superiore del piano (quadranti I e II), cioè tra quelli per i quali i prestiti pesano per almeno il 50 per cento delle attività. La gran parte delle 14 banche spagnole ha le medesime caratteristiche di quelle italiane; quasi la metà dei 7 intermediari francesi e dei 19 tedeschi si colloca nel quadrante IV, ossia è di grande dimensione e ha bassa incidenza dei prestiti sul totale attivo. I dati raccolti e pubblicati dall'Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) sull'esposizione al rischio di credito mostrano inoltre che le banche specializzate nei prestiti alla clientela hanno mediamente un'esposizione più concentrata verso il paese di origine e verso il settore delle imprese, caratteristiche particolarmente accentuate per le banche italiane.

Figura

Distribuzione per attivo e peso dei prestiti in bilancio (1)



Fonte: elaborazioni su dati SNL Financial, riferiti al 2013.

(1) La linea verticale tratteggiata è tracciata in corrispondenza della mediana. – (2) La crescita cumulata del PIL è calcolata tra il 2007 e il 2013.

Un confronto della redditività tra il 2006 e il 2013 per queste banche deve tenere conto sia della diversa operatività, sia delle condizioni cicliche delle economie in cui sono insediate. Nel biennio 2006-07 le banche specializzate nell'intermediazione creditizia tradizionale avevano utili più elevati delle altre; dal 2008 hanno registrato un calo della redditività più accentuato. Per gli intermediari insediati nei paesi con una crescita cumulata del PIL negativa tra il 2007 e il 2013 il peggioramento è stato più intenso, in larga parte a causa delle maggiori

<sup>1</sup> Il campione comprende 90 dei 123 intermediari significativi; sono state incluse solo le banche capogruppo dei gruppi residenti nell'area dell'euro. I dati utilizzati sono su base consolidata.

rettifiche. Nell'ultimo biennio il divario nella redditività tra banche è riconducibile per lo più al diverso andamento congiunturale tra paesi. Anche nelle economie dove la congiuntura è stata meno avversa (tra cui Francia, Germania e larga parte dei paesi del Nord Europa), è venuta meno la maggiore redditività che, prima della recessione, caratterizzava gli intermediari specializzati nei prestiti; gli utili sono diminuiti per tutte le banche, senza distinzione per tipo di attività prevalente, mantenendosi solo marginalmente positivi.

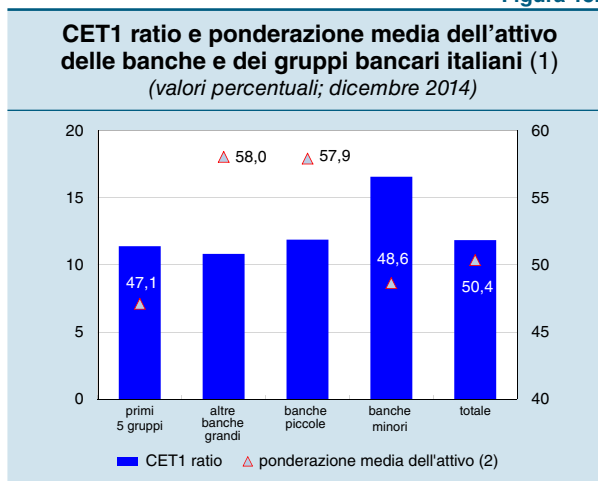
*Il patrimonio.* – Nel 2014 è entrata in vigore la nuova disciplina sul capitale delle banche, che recepisce gli standard di Basilea 3 nell'Unione europea e innalza significativamente quantità e qualità delle risorse patrimoniali che gli intermediari devono detenere a fronte dei rischi assunti. Le banche vi si dovranno adeguare con gradualità (*phase-in*); la disciplina adottata in Italia, che ha introdotto fin da subito livelli minimi dei coefficienti in linea con quelli a regime, prevede per gli aggregati che vanno dedotti dal patrimonio di vigilanza una fase transitoria che si concluderà, di fatto, nel 2018.

Alla fine dell'anno il capitale di migliore qualità (common equity tier 1, CET1) del sistema bancario (*phased-in*, ovvero calcolato sulla base della disciplina transitoria in vigore per il 2014) era pari all'11,8 per cento delle attività ponderate per il rischio. Gli aumenti di capitale realizzati nella prima metà del 2014 sono stati pari a circa 11 miliardi; hanno evitato che la redditività negativa determinasse una flessione delle risorse patrimoniali. Se nel 2014 fossero state già applicate le regole che andranno a regime solo alla fine del periodo transitorio, il CET1 ratio del sistema (*fully loaded*) sarebbe stato mediamente pari all'11,3 per cento.

L'adeguatezza patrimoniale delle banche non è uniforme tra intermediari appartenenti alle diverse classi dimensionali. Alla fine dell'anno il CET1 ratio dei maggiori gruppi (11,4 per cento) era di poco inferiore a quello medio del sistema; quello delle banche minori (16,6 per cento), invece, continuava a rimanere significativamente più elevato (fig. 13.6). Il divario tra la patrimonializzazione delle banche minori e quella media di sistema si è tuttavia ridotto dall'inizio della crisi: misurato in termini di capitale di migliore qualità è passato da 7,1 punti percentuali nel 2007 a 5,5 nel 2010 e a 4,7 alla fine del 2014.

Vi ha contribuito la flessione della redditività, che per le banche minori rappresenta, di fatto, la principale fonte di rafforzamento patrimoniale.

Figura 13.6



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) La ponderazione media dell'attivo è data dal rapporto tra le attività ponderate per i rischi e l'attivo non ponderato; per la suddivisione in classi dimensionali cfr. le note alla fig. 13.2. – (2) Scala di destra.

La leva finanziaria delle banche italiane continua a rimanere contenuta nel confronto internazionale, come riflesso di un modello operativo orientato all'intermediazione creditizia tradizionale e, di conseguenza, di una ponderazione media dell'attivo relativamente superiore a quella osservata in altri paesi. A giugno del 2014, la data più recente per la quale si dispone di informazioni per il confronto, il leverage ratio (ovvero il rapporto tra il patrimonio di primo livello, tier 1, e le attività non ponderate per i rischi) era mediamente pari al 5,0 per cento per i maggiori gruppi italiani; in Europa il leverage ratio medio si collocava, rispettivamente, al 3,9 e al 4,9 per cento per le grandi banche attive a livello internazionale e per quelle di dimensione più contenuta.

## GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI E I CONFIDI

Nel 2014 i prestiti degli intermediari creditizi non bancari<sup>2</sup>, compresi quelli inclusi nei gruppi bancari, sono diminuiti del 2,9 per cento (-3,7 nel 2013). La qualità del credito è ulteriormente peggiorata. Nei principali segmenti di attività (leasing, factoring, credito al consumo) l'incidenza dei prestiti deteriorati (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturata, scadute o sconfinanti) sul totale di quelli concessi è aumentata di un punto percentuale, al 16,7 per cento alla fine del 2014; per le società di leasing ha raggiunto il 23,7 per cento.

Per il complesso degli intermediari la redditività è rimasta negativa anche nel 2014. Le perdite di esercizio (353 milioni) sono state tuttavia molto più basse rispetto a quelle del 2013 (1,7 miliardi). Il patrimonio di vigilanza è cresciuto di 0,5 miliardi, all'11,5 per cento del requisito patrimoniale complessivo (total capital ratio), pari a quasi il doppio dei minimi regolamentari (6 per cento).

Nel 2014 le garanzie rilasciate dai confidi iscritti all'elenco speciale ammontavano a 13,9 miliardi, in calo rispetto al 2013 (-4,1 per cento); si è di conseguenza ridotto il ricorso dei confidi agli interventi di controgaranzia operati dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese. Le posizioni deteriorate sono aumentate; la loro incidenza ha raggiunto il 27,8 per cento del complesso delle esposizioni. Il peggioramento della qualità del credito si è riflesso in un aumento delle rettifiche di valore su crediti, incidendo sulla redditività del comparto che ha registrato una perdita pari a 86 milioni. La contrazione dell'attività dei confidi ha determinato una riduzione dei requisiti patrimoniali, che ha permesso un aumento del rapporto tra patrimonio e requisiti richiesti (total capital ratio) al 15,1 per cento (dal 14,4 del 2013).

## GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

*La raccolta.* – Nel 2014 gli investitori istituzionali italiani hanno raccolto fondi per 111 miliardi, più del doppio rispetto all'anno precedente (tav. 13.1 e fig. 13.7.a), recuperando buona parte del calo complessivamente registrato tra il 2006 e il 2012 (-265 miliardi). Per ritrovare flussi di analoghe dimensioni occorre risalire alla fine degli anni novanta, quando il settore ha registrato il suo primo significativo sviluppo.

<sup>2</sup> Sono oggetto di analisi gli intermediari iscritti nell'elenco speciale disciplinato dal Testo unico bancario, a eccezione dei confidi, trattati separatamente.

Tavola 13.1

<b>Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite</b> (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2013	2014 (1)	2013	2014 (1)	Quote percentuali	
					2013	2014 (1)
Fondi comuni (2)	16.330	40.043	205.539	250.578	14,3	15,2
Assicurazioni (3)	29.675	57.540	514.372	576.637	35,9	35,0
Fondi pensione (4)	4.324	4.731	74.689	83.620	5,2	5,0
Gestioni patrimoniali	22.677	25.269	639.229	738.044	44,6	44,8
<b>Totale</b>	<b>73.003</b>	<b>127.583</b>	<b>1.433.829</b>	<b>1.648.879</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>49.685</b>	<b>111.060</b>	<b>1.085.764</b>	<b>1.248.683</b>	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>3,1</i>	<i>6,9</i>	<i>67,5</i>	<i>77,3</i>	–	–
Per memoria						
Fondi comuni esteri (6)	35.245	59.227	389.604	477.550	–	–
di cui:						
<i>di intermediari italiani (7)</i>	<i>15.607</i>	<i>30.721</i>	<i>232.780</i>	<i>277.543</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.  
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Per i flussi netti, premi al netto dei riscatti e di altri oneri. Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. Sono escluse le riserve matematiche accantonate dalle assicurazioni relative ai fondi preesistenti. – (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. – (6) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controllore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (7) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

La prolungata fase di bassi tassi di interesse ha indotto le famiglie a spostare parte delle proprie attività finanziarie verso i prodotti del risparmio gestito. Le banche, a fronte di esigenze di finanziamento contenute e per sostenere i ricavi da commissioni, hanno favorito questa ricomposizione del risparmio: il 62 per cento dei premi assicurativi del ramo vita e oltre l'80 per cento delle risorse affluite ai fondi comuni sono stati raccolti attraverso gli sportelli bancari e postali (rispettivamente, il 60 e il 70 per cento nel 2013).

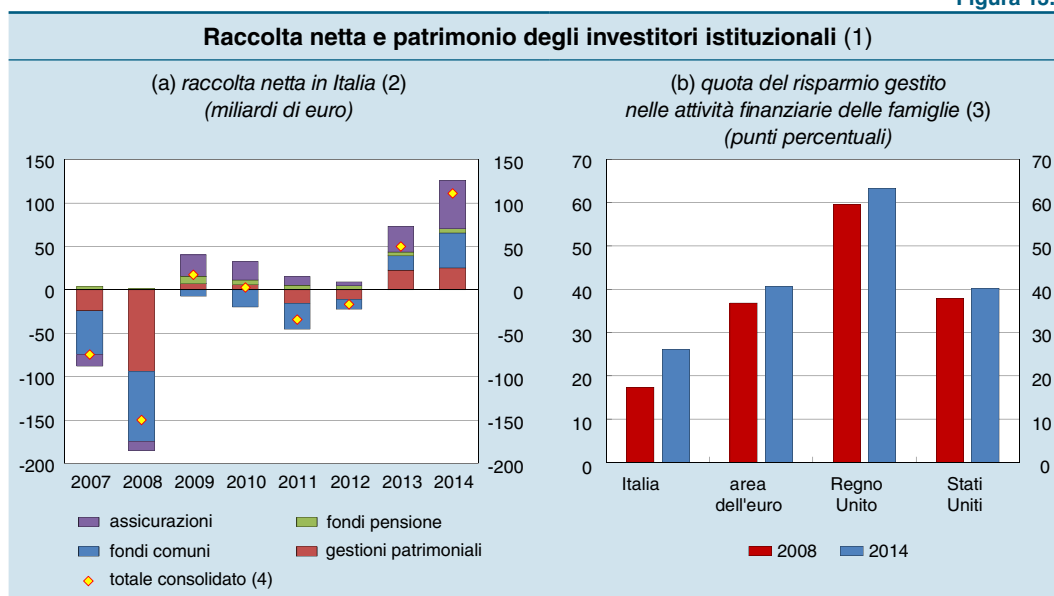
La raccolta è stata cospicua in tutti i principali comparti: le sottoscrizioni di fondi comuni, polizze assicurative e gestioni patrimoniali hanno raggiunto 40, 58 e 25 miliardi<sup>3</sup>, rispettivamente. Le contribuzioni ai fondi pensione, generalmente più stabili in quanto determinate da scelte di risparmio di più lungo periodo, sono state pari a 5 miliardi, in linea con il valore del 2013.

I risparmiatori hanno acquistato prevalentemente quote di fondi specializzati in titoli a medio e a lungo termine, preferendoli a prodotti meno rischiosi ma con rendimenti attesi inferiori, quali i fondi monetari; nel comparto assicurativo si sono registrati aumenti significativi nelle sottoscrizioni di polizze collegate a fondi di investimento (unit-linked), sebbene la parte preponderante della raccolta sia ancora concentrata sui prodotti tradizionali che offrono rendimenti minimi garantiti.

<sup>3</sup> La raccolta dei singoli settori include i flussi provenienti dagli altri investitori istituzionali. I dati relativi alla raccolta per comparti e al totale consolidato sono riportati nella tav. 13.1.

La quota del risparmio gestito sul totale delle attività finanziarie delle famiglie ha raggiunto il 26 per cento; dal 2008, anno in cui ha toccato il minimo storico, è aumentata di nove punti percentuali, di cui otto dovuti, in pari misura, alla crescita della raccolta di fondi comuni e assicurazioni (fig. 13.7.b). La dimensione dell'industria rimane contenuta nel confronto internazionale, ma la crescita degli ultimi anni è stata maggiore che negli altri principali paesi.

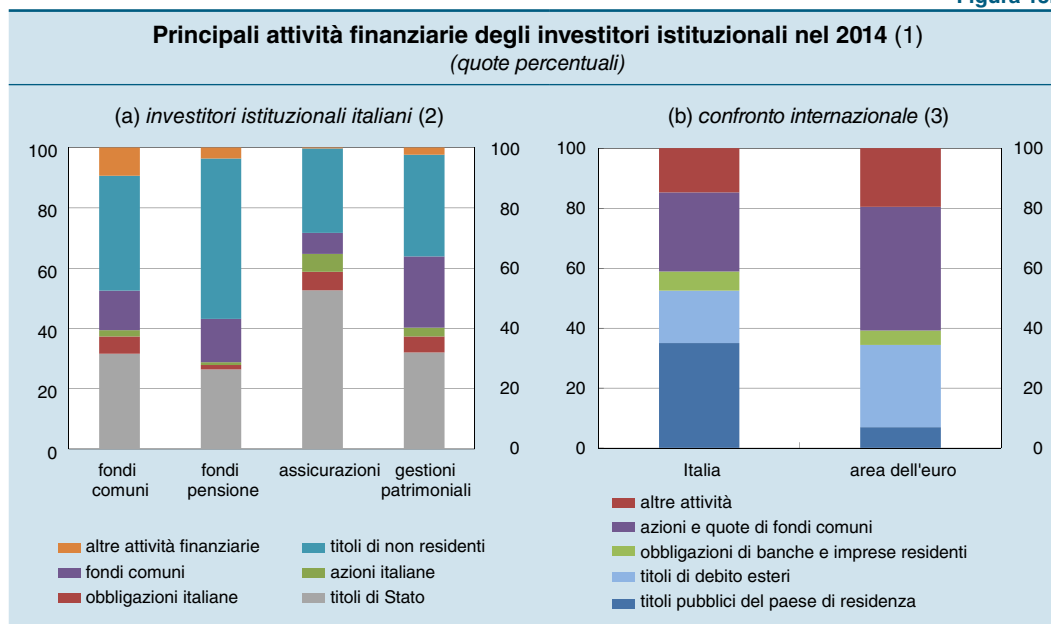
Figura 13.7



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip per il pannello a; Banca d'Italia, BCE, OCSE, BEA e Riserva federale per il pannello b. (1) Per il 2014, dati provvisori. – (2) I flussi dei singoli comparti sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali; per i fondi comuni sono inclusi solo quelli di diritto italiano. – (3) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi; per gli Stati Uniti il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali; sono inclusi anche i fondi esteri detenuti da residenti; sono esclusi i fondi monetari. – (4) Cfr. le note alla tav. 13.1.

*Gli investimenti.* – Alla fine del 2014 le risorse gestite dagli investitori istituzionali ammontavano a circa 1.250 miliardi, pari al 77 per cento del PIL. Gli attivi sono prevalentemente investiti in titoli quotati, con elevato merito di credito e con scadenze tendenzialmente allineate a quelle delle passività di bilancio, contenendo in questo modo i rischi di credito e di tasso (cfr. il riquadro: *Lo stress test dell'EIOPA per il rischio di bassi tassi di interesse*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015).

La quota di portafoglio investita in attività finanziarie del proprio paese è elevata, principalmente per la difficoltà di valutare i rischi connessi con i prenditori esteri e la preferenza per attivi denominati nella stessa valuta delle passività. In Italia, a causa del basso numero di imprese quotate e più in generale della scarsa articolazione del mercato dei capitali privati, gli investimenti in attività nazionali si concentrano soprattutto nel settore pubblico: i titoli di Stato rappresentano circa il 35 per cento delle attività degli investitori istituzionali italiani, mentre costituiscono meno del 10 per cento del portafoglio degli investitori dell'area (fig. 13.8.b). Il finanziamento diretto al settore privato, sotto forma di azioni, obbligazioni e prestiti, è invece relativamente contenuto: la quota di questi strumenti sulle attività finanziarie è pari al 19 per cento in Italia, contro il 25 nel complesso dell'area.



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip per il pannello a, BCE per il pannello b.

(1) Dati provvisori. Attivi al valore di bilancio. – (2) Sono esclusi gli enti di previdenza; per le assicurazioni sono inclusi gli investimenti a copertura delle riserve tecniche; tra i fondi comuni sono inclusi i soli fondi aperti armonizzati di diritto italiano; tra i fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 sono inclusi solo i fondi autonomi e quelli interni di cui si hanno informazioni sulla composizione degli attivi. – (3) Sono inclusi gli enti di previdenza; per le assicurazioni sono inclusi gli investimenti a copertura delle riserve tecniche e del patrimonio netto; tra i fondi comuni sono inclusi i fondi aperti e i fondi chiusi di diritto italiano.

Per favorire una maggiore diversificazione degli attivi degli investitori e delle fonti di finanziamento dell'economia sono state recentemente introdotte diverse modifiche normative e regolamentari. Nel dicembre 2013 è stata ampliata la facoltà di assicurazioni e fondi pensione di investire in minibond (obbligazioni di imprese non quotate)<sup>4</sup>; nel giugno 2014 è stato concesso ad assicurazioni, fondi comuni e società veicolo di erogare credito alle imprese<sup>5</sup> (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1 e 2, 2014); in settembre sono stati semplificati i vincoli quantitativi agli investimenti dei fondi pensione<sup>6</sup>.

Al momento, gli investimenti in titoli non quotati e in altri attivi illiquidi sono esigui e gli effetti delle riforme saranno presumibilmente gradualmente. In prospettiva, la diversificazione dei portafogli da una parte potrà essere favorita dalla ricerca di rendimenti più elevati di quelli ottenibili sugli investimenti tradizionali, dall'altra potrebbe essere frenata dalla nuova disciplina prudenziale del settore assicurativo (Solvency II), che a partire dal 1° gennaio 2016 introdurrà requisiti patrimoniali basati sul rischio di controparte.

La scarsa propensione a investire in titoli del settore privato dipende anche dalle caratteristiche dell'industria del risparmio gestito: da un lato, molti intermediari del settore assicurativo e previdenziale non hanno dimensioni tali da poter acquisire le

<sup>4</sup> Decreto legge 23 dicembre 2013, n.145 (decreto "destinazione Italia"), convertito dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9.

<sup>5</sup> Decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (decreto "competitività"), convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 116. La normativa secondaria per il comparto assicurativo è stata approvata nell'ottobre 2014, quella per i fondi comuni, che recepisce la direttiva AIFM, lo scorso aprile.

<sup>6</sup> Decreto ministeriale 2 settembre 2014, n. 166.

competenze richieste dall'attività di selezione degli investimenti e di controllo dei rischi; dall'altro, il comparto dei fondi riservati, a cui gli investitori istituzionali possono delegare l'attività di selezione e controllo, è ancora poco sviluppato. Il patrimonio dei fondi chiusi mobiliari, tra cui quelli di private equity e private debt, è di 9 miliardi, pari ad appena l'1 per cento del totale dei fondi collocati in Italia.

Nel 2014 e nei primi mesi del 2015 sono stati istituiti diversi fondi dedicati all'investimento in strumenti di debito delle piccole e medie imprese (*private debt funds*): alla fine dello scorso marzo quelli istituiti da SGR italiane erano 24, di cui 18 operativi; altri fondi sono stati promossi da gestori esteri. Si può stimare che nel complesso l'obiettivo di raccolta ammonti a oltre 5 miliardi; alla fine di marzo il capitale raccolto dai fondi già operativi era pari a circa 2 miliardi, sottoscritto principalmente dal settore bancario e in misura minore da assicurazioni e fondi pensione. Il Fondo italiano di investimento ha recentemente istituito un fondo di fondi specializzato in quote di *private debt funds*, il cui capitale è stato sottoscritto dalla Cassa depositi e prestiti; la presenza nel mercato di un gestore con una reputazione consolidata potrebbe favorire lo sviluppo del comparto.

*L'integrazione europea del mercato dei fondi comuni.* – L'espansione dell'offerta è stata favorita dall'armonizzazione della regolamentazione a livello europeo, in particolare dalle direttive UCITS4 e AIFM, che hanno introdotto il passaporto europeo per le società di gestione dei fondi aperti e di quelli alternativi. Negli ultimi anni la presenza nel mercato italiano dei fondi comuni promossi da gruppi esteri è notevolmente aumentata: dal 2008 la quota di tali prodotti sul patrimonio complessivo dei fondi aperti è passata dal 17 al 32 per cento. Nel 2014 è stato approvato un regolamento che introduce una nuova categoria di fondi chiusi, specializzati in investimenti di lungo periodo (*European long term investment funds*, ELTIF). L'integrazione dei mercati dei fondi comuni potrà favorire le dinamiche concorrenziali e contribuire all'efficienza del settore, in termini di maggiore varietà dei prodotti, di minori costi a carico dei sottoscrittori e di una migliore gestione delle risorse.

A queste dinamiche potrà contribuire anche l'apertura nel 2014 del segmento ETFplus di Borsa Italiana alla quotazione dei fondi comuni aperti: alla fine di aprile 2015 i fondi quotati in borsa erano 26, promossi da due società di gestione. La possibilità di utilizzare il mercato di borsa per acquistare e vendere quote di fondi comuni aumenta la varietà dei canali distributivi e può aiutare a ridurre i costi di collocamento e a rendere il mercato italiano più accessibile a nuovi operatori.

*La Capital Markets Union* – Nel febbraio 2015 la Commissione europea ha presentato, nell'ambito del progetto della Capital Markets Union, un ampio programma di proposte finalizzate ad ampliare l'accesso ai finanziamenti delle imprese europee<sup>7</sup>. Le iniziative della Commissione potranno contribuire a sostenere il processo di diversificazione degli attivi degli investitori istituzionali attraverso lo sviluppo di mercati e di strumenti finanziari, quali le operazioni di cartolarizzazione, il mercato

<sup>7</sup> Commissione europea, *Libro verde: costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 2015.



dei *private placements*<sup>8</sup>, i fondi specializzati in attività del settore privato. L'industria del risparmio gestito potrà beneficiare anche delle iniziative volte a migliorare l'accesso alle informazioni di credito e di bilancio delle piccole e medie imprese.

*La redditività dell'industria.* – Nel 2014 l'andamento positivo delle masse gestite ha continuato a sostenere la redditività degli intermediari. Il ROE delle compagnie di assicurazione è rimasto elevato (9,2 per cento nel ramo vita e 9,3 nel ramo danni) e gli indici di solvibilità del settore restano ampiamente sopra i requisiti regolamentari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2015). L'andamento delle società di gestione del risparmio (SGR) è stato nel complesso positivo, sebbene i risultati si differenzino tra i diversi comparti di attività: mentre gli utili dei gestori di fondi aperti e di patrimoni su base individuale sono aumentati del 22 per cento, grazie alla crescita delle commissioni, quelli delle SGR specializzate nel comparto immobiliare e nel private equity hanno continuato a contrarsi, risentendo, rispettivamente, della debolezza del mercato immobiliare e della difficoltà a raccogliere capitali dagli investitori istituzionali. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e requisito patrimoniale complessivo delle SGR è sceso da 6,0 a 5,2 per cento, per effetto dell'aumento più che proporzionale del requisito.

---

<sup>8</sup> N. Branzoli e G. Guazzarotti, *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 262, 2015.

## 14. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

È proseguito il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari italiani avviatosi a metà del 2012, dopo la fase più acuta della crisi del debito sovrano. Il prevalere di condizioni via via più distese ha riflesso, oltre al venir meno dei timori circa la solidità dell'Unione monetaria, l'orientamento progressivamente più espansivo della politica monetaria e, da ultimo, l'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema.

I tassi di interesse sui titoli di Stato italiani e i differenziali con la Germania sono scesi sensibilmente su tutte le scadenze.

La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo confini nazionali ha continuato a diminuire. I premi per il rischio di credito sulle obbligazioni emesse dalle imprese e dalle banche italiane si sono ridotti in misura marcata.

Nel complesso del 2014 i corsi azionari sono rimasti pressoché invariati, ma hanno registrato una forte crescita dall'inizio di quest'anno.

Le fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie osservate in seguito alla crisi tra Russia e Ucraina, all'incertezza legata alla situazione in Grecia e ai conflitti in Medio Oriente evidenziano tuttavia il permanere del rischio di disordinate ricomposizioni dei portafogli.

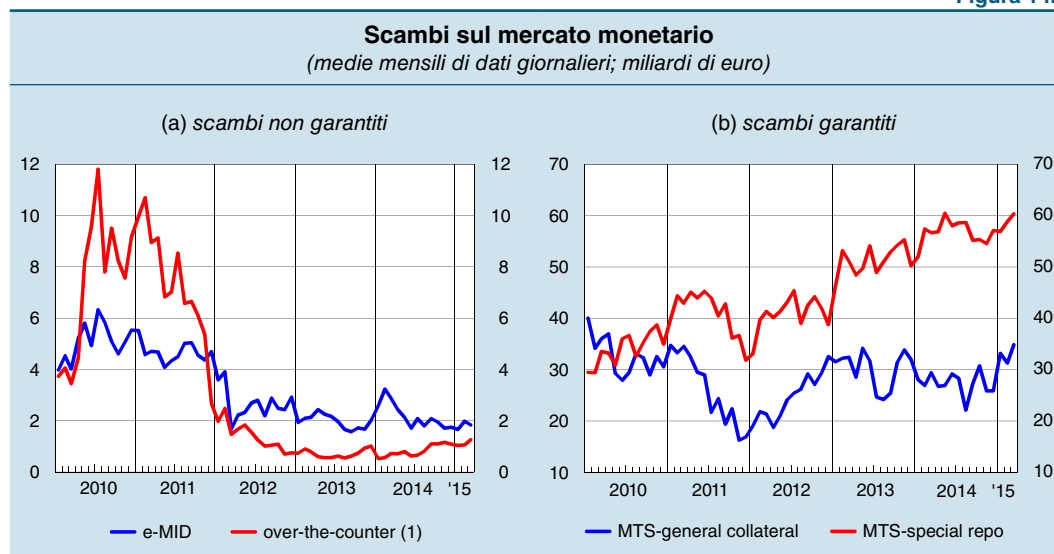
Con l'avvio del programma di acquisto non si sono ridotte né la disponibilità di titoli di Stato italiani né la liquidità complessiva del loro mercato secondario. Le modalità di attuazione degli acquisti sono tali da evitare di introdurre distorsioni nei prezzi o influenzare l'ordinato funzionamento dei mercati.

### *Il mercato monetario*

Nel 2014 le condizioni del mercato monetario italiano hanno continuato a rispecchiare l'abbondante liquidità fornita alle banche dall'Eurosistema.

I volumi di scambio di depositi interbancari non garantiti sono rimasti modesti, sia sul mercato telematico e-MID sia su quello over-the-counter (fig. 14.1.a); si sono lievemente contratti inoltre gli scambi di depositi garantiti effettuati per il tramite di contratti pronti contro termine sul segmento general collateral del mercato MTS (fig. 14.1.b).

Dopo l'abbassamento dei tassi ufficiali dello scorso settembre, il costo medio della raccolta sul mercato monetario italiano è sceso a valori negativi, in linea con quelli registrati negli altri mercati monetari dell'area dell'euro.



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e TARGET2-Banca d'Italia.

(1) Scambi di mercato monetario non assistiti da garanzie con scadenza fino a una settimana effettuati tra banche italiane appartenenti a gruppi diversi; stime basate sulle informazioni del sistema TARGET2-Banca d'Italia.

## Il mercato dei titoli pubblici

*L'offerta e la domanda di titoli.* – Nel 2014 le emissioni nette di titoli pubblici sono diminuite rispetto all'anno precedente (da 81 a 67 miliardi); la loro consistenza in rapporto al PIL è aumentata (al 111,1 per cento), risentendo anche della bassa crescita del prodotto nominale.

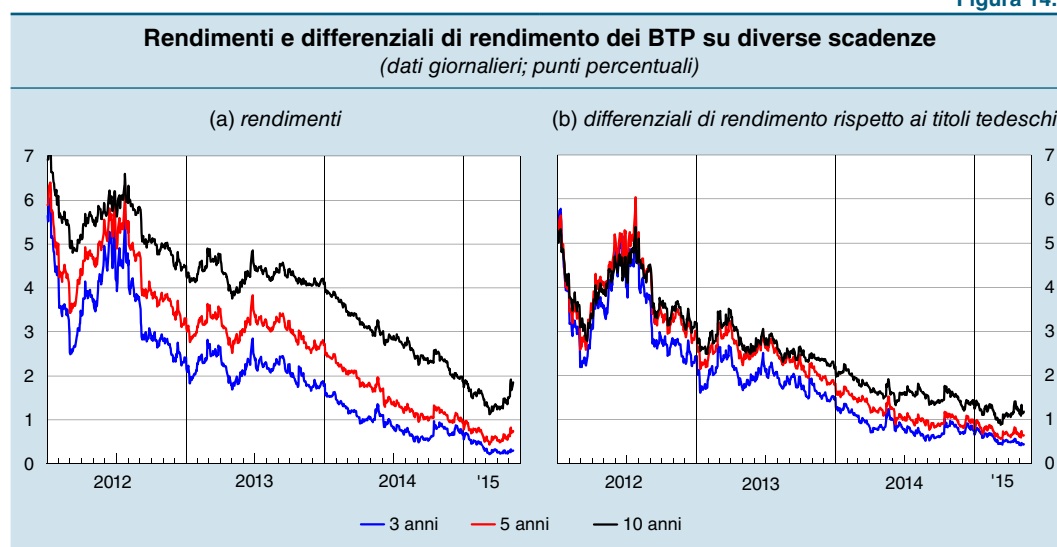
Gli investitori esteri hanno mostrato rinnovato interesse per i titoli di Stato italiani; sono stati attratti dai rendimenti relativamente elevati e da rischi percepiti in forte flessione grazie al venir meno dei timori sulla tenuta dell'Unione monetaria e alla determinazione del Governo italiano nell'attuare le riforme. È aumentata la quota di titoli pubblici italiani detenuti da non residenti (al 29 per cento<sup>1</sup>, dal 27 un anno prima). Sono stati invece pressoché nulli gli acquisti netti delle banche italiane.

*I rendimenti.* – I titoli di Stato italiani hanno beneficiato del progressivo miglioramento delle condizioni dei mercati del debito sovrano nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*). Nei primi mesi del 2014 le quotazioni sono state sostenute dagli ingenti afflussi di capitali in uscita dai paesi emergenti alla ricerca di investimenti con un profilo di rischio più contenuto e rendimenti relativamente elevati; nel secondo semestre hanno beneficiato delle attese di ulteriori interventi espansivi da parte della BCE, nonostante l'aumento della volatilità dovuto al più incerto contesto macroeconomico internazionale e alle tensioni politiche in Grecia.

<sup>1</sup> Al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) nell'ambito del Securities Markets Programme e di quelli nel portafoglio di fondi comuni e gestioni patrimoniali con sede all'estero, ma riconducibili a risparmiatori italiani.

Nell'arco del 2014 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono scesi su tutte le scadenze; su quella decennale, in particolare, di 2,2 punti percentuali (all'1,9 per cento lo scorso dicembre; fig. 14.2.a). Il differenziale di interesse a dieci anni con la Germania si è ridotto da 220 a 140 punti base (fig. 14.2.b). La discesa dei rendimenti e dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani è proseguita nel primo quadrimestre del 2015, riflettendo prima le attese e successivamente l'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema. Alla fine della seconda decade di aprile il tasso sul BTP decennale e il differenziale di rendimento rispetto all'analogo titolo tedesco si collocavano all'1,5 e all'1,4 per cento, rispettivamente. Successivamente vi è stato un significativo rialzo dei tassi a lungo termine, che ha riguardato in misura analoga i titoli italiani e quelli tedeschi; tale rialzo sarebbe spiegato sia da un primo, moderato innalzamento delle aspettative di inflazione, sia da fattori tecnici, tra i quali la chiusura di alcune posizioni speculative e l'aspettativa di un valore relativamente elevato di emissioni nette di titoli in maggio da parte di alcuni paesi dell'area dell'euro.

Figura 14.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

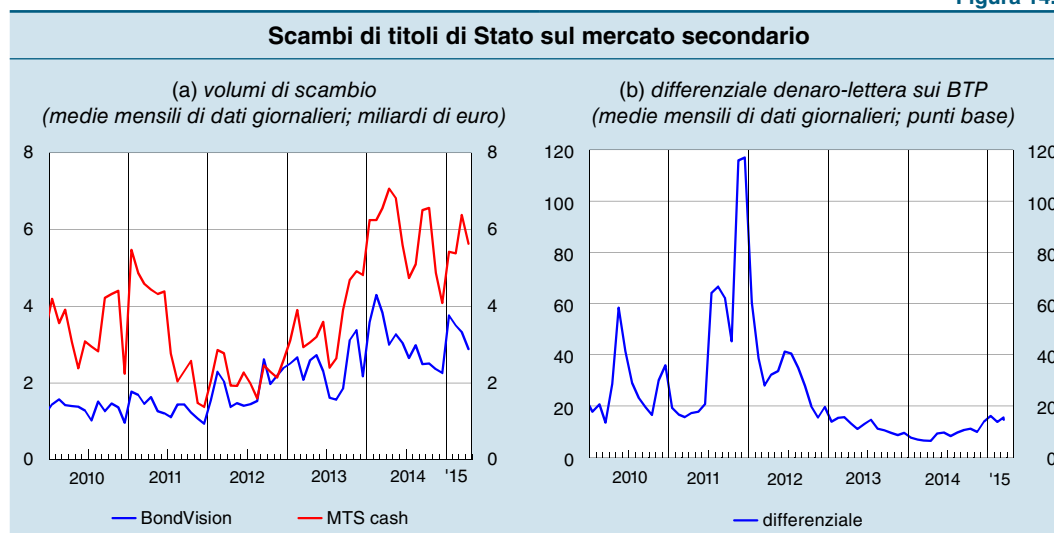
*Gli scambi sul mercato secondario.* – Sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani sono prevalse condizioni di liquidità distese, in miglioramento rispetto all'anno precedente. Gli scambi medi giornalieri di titoli sono stati largamente superiori a quelli del 2013 sia sul mercato MTS cash sia sulla piattaforma BondVision (fig. 14.3.a). Il differenziale fra denaro e lettera sulle proposte di negoziazione dei BTP è rimasto su valori assai contenuti (fig. 14.3.b), contribuendo a mantenere bassi i premi per il rischio di liquidità sui titoli di Stato italiani<sup>2</sup>.

Le operazioni di prestito titoli (special repo) sul mercato MTS si sono intensificate (fig. 14.1.b). Il costo medio relativo di tali operazioni, misurato dalla differenza fra i tassi sulle operazioni general collateral e su quelle special repo (*specialness*), si è mantenuto su livelli contenuti anche nel primo quadrimestre del 2015, segnalando

<sup>2</sup> M. Pericoli e M. Taboga, *Decomposing euro area sovereign spreads: credit, liquidity and convenience*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

che il programma di acquisto di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema non ha finora avuto effetti negativi né sulla disponibilità di titoli per le operazioni di pronti contro termine né sulla liquidità complessiva del mercato secondario.

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

### Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

*Le emissioni.* – Nel 2014 il mercato primario delle obbligazioni delle imprese e delle banche ha registrato in Italia andamenti simili a quelli osservati in media negli altri paesi dell'area dell'euro.

Le società non finanziarie italiane hanno continuato a effettuare emissioni nette positive di obbligazioni (tav. 14.1), pur riducendo lievemente i collocamenti lordi sui mercati internazionali (a 21 miliardi, da 25 nel 2013). Ne sono risultati un ulteriore incremento del peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese e una maggiore diversificazione delle loro fonti di debito (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*).

Tavola 14.1

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
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2014
Banche	83.153	-80.297	-152.993	956.739	875.792	724.310	45
Altre società finanziarie	-5.706	-17.075	-16.729	231.882	214.759	198.181	12
Società non finanziarie	12.926	22.756	4.637	101.288	123.728	130.859	8
<b>Totale</b>	<b>90.373</b>	<b>-74.616</b>	<b>-165.085</b>	<b>1.289.909</b>	<b>1.214.279</b>	<b>1.053.350</b>	<b>65</b>

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non quelli della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. I dati differiscono da quelli pubblicati in precedenza per effetto dell'adozione dei nuovi standard contabili previsti dal SEC 2010. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Le emissioni nette da parte delle banche italiane sono state invece ancora fortemente negative, principalmente a causa dell'elevato ammontare di titoli in scadenza e di una significativa contrazione dei collocamenti al dettaglio (in un contesto caratterizzato, in tutta l'area dell'euro, da una progressiva sostituzione, fra le fonti di provvista delle banche, di obbligazioni con depositi bancari; cfr. il capitolo 13: *Gli intermediari creditizi e gli investitori istituzionali*); i collocamenti all'ingrosso effettuati dai gruppi bancari italiani sui mercati internazionali sono invece rimasti pressoché stabili (35 miliardi, contro 36 nel 2013).

*I rendimenti.* – Anche i rendimenti delle obbligazioni emesse dalle banche e dalle società non finanziarie italiane sono scesi sensibilmente, beneficiando sia del calo generalizzato dei rendimenti dei titoli denominati in euro (cfr. il capitolo 3: *Gli andamenti macroeconomici e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*), sia di una riduzione dei premi per il rischio di credito superiore a quella osservata in media negli altri paesi dell'area; quest'ultima ha riflesso il progressivo ridimensionamento dei fenomeni di frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo confini nazionali (cfr. il riquadro: *La frammentazione del mercato delle obbligazioni di banche e imprese nell'area dell'euro*).

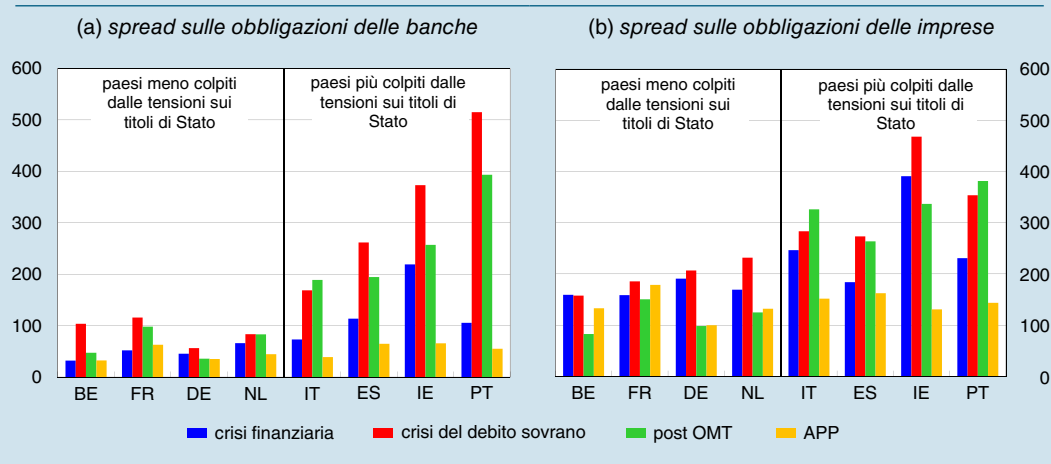
#### LA FRAMMENTAZIONE DEL MERCATO DELLE OBBLIGAZIONI DI BANCHE E IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Una delle conseguenze più persistenti della crisi finanziaria globale e della successiva crisi del debito sovrano è stata la frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo confini nazionali. Tra l'estate del 2007 e quella del 2012 le condizioni di finanziamento di banche, imprese e famiglie sono divenute molto differenziate tra paesi, segnalando un'interruzione del processo di integrazione finanziaria, dovuta all'insorgere di timori per la coesione dell'area dell'euro e alla divergenza degli andamenti macroeconomici (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 4, 2012).

Un indicatore che riflette le condizioni di finanziamento delle società private è costituito dal differenziale di rendimento (spread) rispetto ai contratti swap di tasso di interesse che le società devono essere disposte a pagare agli investitori sulle proprie obbligazioni nel momento in cui tali titoli vengono collocati sul mercato internazionale (figura). La dispersione degli spread obbligazionari tra i paesi dell'area ha raggiunto valori massimi nella fase più acuta della crisi del debito sovrano, per poi tornare a scendere. Parte della dispersione è dovuta a differenze nelle determinanti di fondo degli spread, quale il rischio di credito del singolo emittente. Stime econometriche relative alle obbligazioni di società italiane, tedesche e di altri paesi dell'area indicano tuttavia che, anche correggendo per le caratteristiche dell'emittente e dei titoli, il divario tra il costo di finanziamento degli emittenti obbligazionari dei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano e quello degli emittenti tedeschi nel 2014 risultava ancora positivo (per una descrizione della metodologia, cfr. il riquadro: *La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro*, in *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2014).

La frammentazione finanziaria nell'area dell'euro si è ridotta considerevolmente dall'estate del 2012, successivamente all'introduzione delle Outright Monetary Transactions (OMT) e di altre misure non convenzionali di politica monetaria da parte della BCE, volte a preservare l'unicità della politica monetaria dell'euro e il corretto funzionamento del suo meccanismo di trasmissione. Gli spread sono scesi rapidamente

### Spread all'emissione sui titoli obbligazionari di banche e imprese (1) (2)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg, Capital IQ, Dealogic e Thomson Reuter Datastream.

(1) Valore medio nel periodo indicato in legenda, ed espresso in punti base, degli *asset swap spreads* (spread rispetto ai rendimenti swap) all'emissione delle obbligazioni, collocate sul mercato internazionale, delle banche o delle imprese la cui capogruppo è domiciliata nel paese indicato sull'asse orizzontale. I periodi temporali sono così definiti: "crisi finanziaria", dal 4° trimestre del 2007 al 2° del 2010; "crisi del debito sovrano", dal 3° trimestre del 2010 al 2° del 2012; "post OMT", dal 3° trimestre del 2012 (in cui sono introdotte le OMT della BCE) al 3° del 2014; "APP", dal 4° trimestre del 2014 (in cui si rafforzano le aspettative di estensione ai titoli pubblici del programma di acquisto di attività da parte della BCE, poi annunciato nel gennaio 2015 come Expanded Asset Purchase Programme, APP) al 1° trimestre del 2015. - (2) Legenda paesi: BE=Belgio; DE=Germania; ES=Spagna; FR=Francia; IE=Irlanda; IT=Italia; NL=Paesi Bassi; PT=Portogallo.

anche per le banche e le imprese italiane, sebbene dopo l'introduzione delle OMT essi siano risultati in media più elevati che nel periodo della crisi del debito sovrano (figura); quest'ultimo andamento deriva dal fatto che molte obbligazioni bancarie sono state emesse nella prima fase della crisi del debito sovrano, quando gli spread erano ancora relativamente contenuti, mentre dopo le OMT le imprese hanno collocato importi ingenti di titoli con spread elevati. Il varo dell'Unione bancaria ha costituito un altro fattore importante nella riduzione della frammentazione geografica dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Ulteriori contributi possono essere stati forniti dagli avanzamenti della costruzione europea sotto il profilo dell'integrazione fiscale ed economica e dai progressi compiuti dai singoli paesi nell'introduzione di provvedimenti volti a rilanciare il potenziale di crescita.

Tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015 la dispersione tra i paesi dell'area degli spread sulle obbligazioni private si è drasticamente ridotta. L'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte della BCE, rilanciando le prospettive di crescita, ha verosimilmente migliorato, nella percezione degli investitori, il grado di affidabilità creditizia di banche e imprese, ha confermato la coesione dell'Unione monetaria e ha accresciuto la propensione ad assumere posizioni rischiose. In prospettiva tali sviluppi favoriranno una crescita dei flussi di finanziamento alle banche e alle imprese dei paesi dell'area, incluse quelle operanti nei paesi più esposti a tensioni sul debito sovrano.

Con riferimento a un campione di titoli investment grade a elevato flottante, nel 2014 gli spread<sup>3</sup> sulle obbligazioni delle società non finanziarie italiane si sono ridotti

<sup>3</sup> Definiti come differenziali medi di rendimento rispetto a un paniere di titoli di Stato francesi e tedeschi.



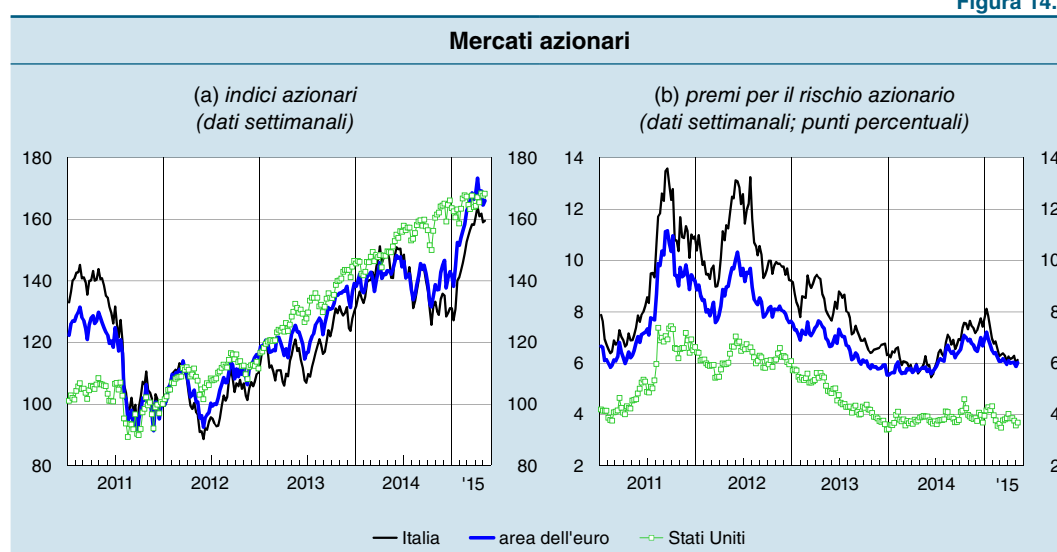
di 0,5 punti percentuali, all'1,0 per cento. Quelli sulle obbligazioni delle principali banche italiane sono diminuiti di 0,8 punti percentuali, all'1,4 per cento; vi avrebbe contribuito anche la discesa dei premi per il rischio sovrano<sup>4</sup>.

### Il mercato azionario

*Andamento delle quotazioni azionarie.* – Alla fine del 2014 l'indice generale della borsa italiana era rimasto invariato rispetto a un anno prima (fig. 14.4.a), a fronte di un lieve aumento dell'indice delle principali società quotate dell'area dell'euro (2 per cento).

Sulla borsa italiana hanno operato due effetti contrapposti: da un lato, i corsi azionari sono stati sostenuti dalla progressiva riduzione dei rendimenti sui titoli ritenuti maggiormente sicuri, quali i Bund tedeschi; dall'altro, le quotazioni sono state penalizzate da un aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori (fig. 14.4.b), verificatosi prevalentemente nel secondo semestre dell'anno in concomitanza con l'acuirsi delle tensioni geopolitiche, il delinarsi di prospettive meno favorevoli sui tempi della ripresa ciclica nell'area dell'euro e la crisi politica in Grecia. L'andamento degli utili correnti e attesi delle società quotate non ha invece avuto effetti significativi sui valori di borsa: gli utili registrati nel corso del 2014 sono risultati all'incirca invariati rispetto all'anno precedente, ma le attese di crescita per i prossimi anni sono rimaste elevate.

Figura 14.4



Fonte: elaborazioni su dati Datastream.

Nei primi quattro mesi del 2015 l'indice di borsa italiano è cresciuto del 21 per cento, un rialzo superiore a quello registratosi nel complesso dell'area dell'euro (16 per cento). Alla base dell'aumento vi è soprattutto il nuovo programma di acquisto di titoli di Stato varato dalla BCE.

<sup>4</sup> J. Li e G. Zinna, *How much of bank credit risk is sovereign risk? Evidence from the Eurozone*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 990, 2014.

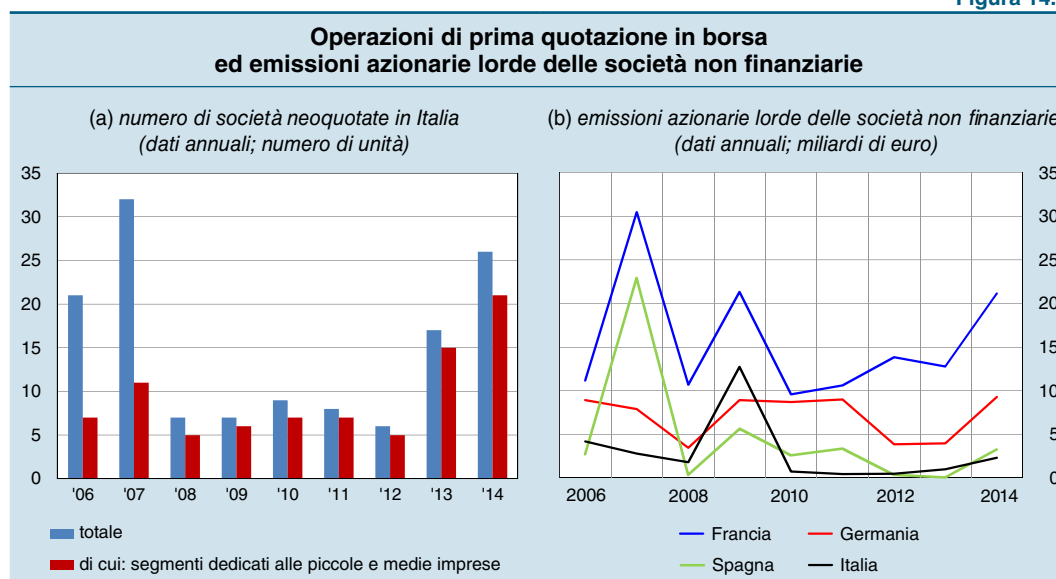
*L'offerta e la domanda di azioni.* – Nel 2014 è cresciuta, sia in Italia sia nel resto dell'area dell'euro, la raccolta lorda di capitali di rischio sui mercati azionari.

Sono aumentati significativamente il numero di operazioni di prima quotazione sulla borsa italiana (26, contro 17 nel 2013; fig. 14.5.a) e il loro controvalore (2,9 miliardi di euro, contro 1,2 nel 2013). Come nell'anno precedente la maggior parte delle operazioni ha riguardato società che si sono quotate sul segmento dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia-Mercato alternativo del capitale). Nel primo quadrimestre del 2015 tale segmento si è ulteriormente ampliato: altre 5 società vi hanno fatto ingresso, elevando a 64 il numero totale di quelle che ne fanno parte.

Nonostante la recente ripresa, il volume di prime quotazioni in borsa rimane su livelli modesti in tutta l'area dell'euro, sia nel confronto internazionale sia rispetto ai livelli pre-crisi; un ampliamento dell'accesso delle imprese, soprattutto di piccola e media dimensione, ai mercati borsistici è uno dei tasselli fondamentali del progetto di unione dei mercati dei capitali (Capital Markets Union) perseguito dall'Unione europea<sup>5</sup>.

Nello scorso anno è significativamente aumentata anche la raccolta di fondi mediante aumenti di capitale da parte delle società già quotate (circa 11 miliardi, contro uno nel 2013). La raccolta è stata in gran parte riconducibile alle emissioni effettuate dalle banche per rafforzare i propri patrimoni. Tuttavia anche le società non finanziarie hanno accresciuto il proprio ricorso al mercato azionario: il controvalore delle emissioni lorde di azioni da parte di società non finanziarie è aumentato sia in Italia sia negli altri principali paesi dell'area dell'euro (fig. 14.5.b).

Figura 14.5



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e BCE.

La capitalizzazione complessiva delle società italiane in rapporto al PIL è aumentata marginalmente, dal 29 al 30 per cento. Alla fine del 2014 negli altri maggiori paesi

<sup>5</sup> Commissione europea, *Libro verde: costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, 2015; European IPO Task Force, *EU IPO Report*, 2015.

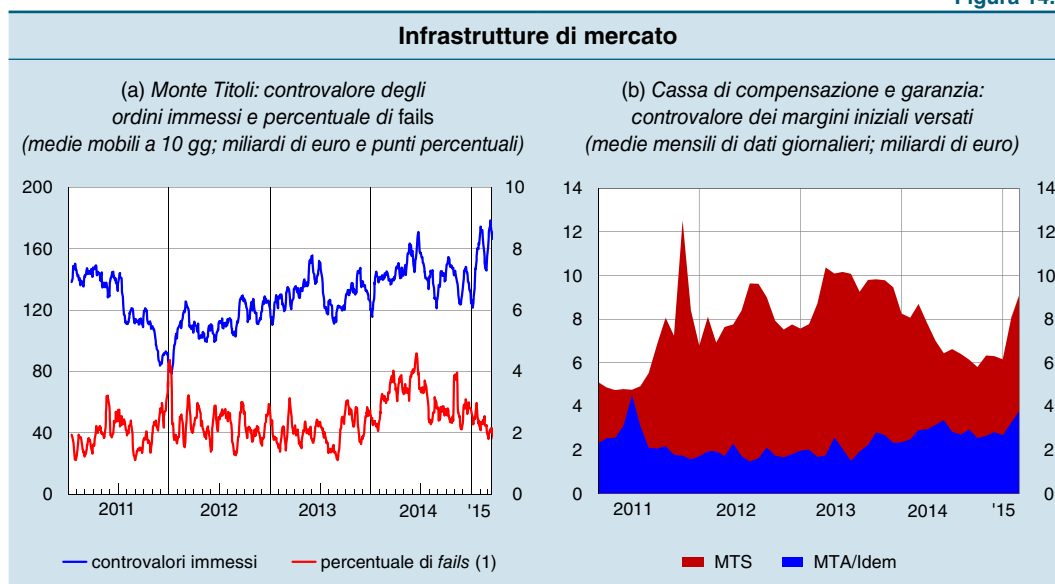
avanzati tale rapporto si attestava su valori ampiamente superiori: 52 per cento in Germania, 74 in Francia, 140 negli Stati Uniti e 139 nel Regno Unito.

### Le infrastrutture di mercato

Nel 2014 e nel primo trimestre del 2015 l'ulteriore miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari italiani ha determinato una crescita dei volumi di attività del depositario centrale Monte Titoli e della controparte centrale Cassa di compensazione e garanzia (CCG).

È aumentato il controvalore medio giornaliero delle operazioni immesse nel sistema di regolamento titoli gestito da Monte Titoli (fig. 14.6.a), principalmente a causa dell'elevato volume di operazioni di pronti contro termine sui titoli di Stato. L'incidenza dei *fails* (operazioni non regolate per la mancata consegna di titoli entro il termine stabilito) è rimasta nella norma (fig. 14.6.a).

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati Cassa di compensazione e garanzia spa e Monte Titoli spa.  
(1) Scala di destra.

L'ammontare complessivo delle garanzie richieste dalla CCG ai partecipanti è aumentato per i mercati azionari, a pronti e dei derivati; per il mercato dei titoli di Stato l'aggregato è cresciuto in modo pronunciato nei primi mesi del 2015, dopo la flessione del 2014 (fig. 14.6.b). Su tale riduzione ha influito la progressiva revisione al ribasso dei parametri di marginazione applicati dalla CCG ai titoli di Stato italiani, resa possibile dal miglioramento delle condizioni dei mercati del debito sovrano.

## 15. LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE

L'innalzamento della qualità dell'azione amministrativa può fornire un contributo importante all'attività economica: l'esperienza recente in Italia mostra che iniziative per ridurre gli oneri burocratici per le imprese possono avere effetti positivi.

Sulla base degli indicatori della Banca Mondiale l'azione delle Amministrazioni pubbliche italiane rimane meno efficace nel confronto con le principali economie. Vi è tuttavia un'elevata eterogeneità: ad esempio, secondo una misura connessa con il rilascio di autorizzazioni per lo svolgimento di attività produttive da parte dei Comuni, il Mezzogiorno, pur facendo registrare prestazioni in media peggiori rispetto al Centro Nord, comprende una quota non trascurabile di amministrazioni virtuose. La produzione normativa è diventata nel tempo più disorganica; permangono inoltre ritardi nell'approvazione dei provvedimenti attuativi, che causano incertezza, ma nel corso dell'anno sono stati compiuti importanti progressi.

Alcuni aspetti critici riguardano: il decentramento legislativo e amministrativo in cui non è sempre chiara l'attribuzione delle responsabilità; l'attrattività dell'impiego pubblico, che risente sia di percorsi di carriera che non compensano adeguatamente competenze e merito, sia di modalità di reclutamento non sempre sufficientemente selettive e che accrescono l'incertezza circa la stabilità del rapporto; l'efficacia dei sistemi di valutazione delle performance organizzative e individuali; le tecnologie dell'informazione, ancora poco diffuse e scarsamente impiegate nell'erogazione di servizi all'utenza.

### *Pubblica amministrazione e crescita economica: il ritardo dell'Italia*

La qualità e la tempestività delle decisioni pubbliche, la stabilità e la certezza delle regole, gli oneri burocratici e amministrativi che gravano sulle imprese incidono sui costi di avvio e di svolgimento dell'attività economica, influenzano le decisioni di investimento e la capacità del sistema di attrarre imprese estere, si riflettono sul corretto operare dei mercati e sui processi di riallocazione delle risorse (cfr. il capitolo 6: *Le imprese*). Nostre stime mostrano che talune misure adottate nel passato per ridurre gli oneri burocratici e semplificare la regolamentazione per l'avvio dell'attività hanno avuto effetti positivi sulla natalità di impresa (cfr. il riquadro: *Costi di avvio e dinamica di impresa*).

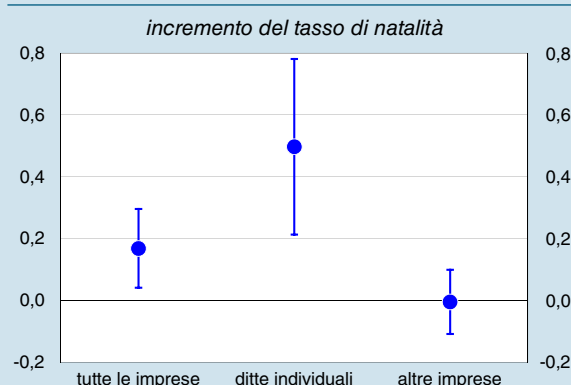
Nella percezione delle imprese, registrata nell'*Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind) della Banca d'Italia, emergono difficoltà significative nelle interazioni con la Pubblica amministrazione. Gli aspetti ritenuti di maggiore ostacolo sono il sovraccarico di adempimenti connessi con il rilascio di autorizzazioni e l'elevata instabilità delle norme, percepiti come molto rilevanti, rispettivamente, dal 55,4 e dal 45,2 per cento delle imprese.

Il confronto tra le misure di demografia di impresa per settore di attività nei Comuni italiani rilevate prima e dopo l'attuazione della riforma dello Sportello unico per le attività produttive (SUAP, legge 6 agosto 2008, n. 133 e decreto del Presidente della Repubblica 7 settembre 2010, n. 160) consente di valutare gli effetti sulla nascita di nuove imprese della riduzione degli oneri amministrativi e della semplificazione della regolamentazione per l'avvio e lo svolgimento dell'attività economica<sup>1</sup>.

La riforma del SUAP ha comportato un innalzamento del tasso di natalità delle imprese di 0,2 punti percentuali, concentrato nelle ditte individuali (figura) e nei settori dei servizi privati e delle costruzioni. Le nuove entrate non riguardano iniziative marginali ed effimere: a seguito della riforma anche il tasso di sopravvivenza dopo un anno dall'avvio aumenta di circa 0,2 punti percentuali. Gli effetti della riforma appaiono più pronunciati nel Mezzogiorno dove probabilmente, rispetto alla situazione pregressa, l'innovazione è stata più incisiva.

**Figura**

**Effetti della riduzione dei costi di avvio sulla dinamica di impresa (1)**  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Infocamere.

(1) I dati sono ricavati dal registro delle imprese e si riferiscono al periodo compreso tra il 1° trimestre 2011 e il 2° trimestre 2014. Le misure di demografia sono costruite con riferimento ai 4 trimestri antecedenti e successivi all'implementazione della riforma in ciascun Comune, limitatamente ai Comuni che avevano avviato la riforma al più tardi nel 2° trimestre 2012 (6.870 Comuni, pari a circa l'86 per cento del totale). I settori economici considerati sono quelli dei servizi privati, della manifattura e delle costruzioni; si escludono i servizi professionali. Le stime sono effettuate su un totale di 156.288 osservazioni risultanti dall'abbinamento Comune-settore economico.

<sup>1</sup> M. Amici, S. Giacomelli, F. Manaresi e M. Tonello, *Red tape reduction and firm entry: evidence from an Italian reform*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

Queste percezioni trovano conferma nelle classifiche di confronto internazionale che collocano l'Italia in posizioni arretrate per qualità dell'azione pubblica. Ad esempio il nostro paese figura, rispettivamente, alla venticinquesima e alla ventiduesima posizione tra i 28 paesi membri dell'Unione europea nella graduatoria degli indicatori "concessione di licenze" e "efficacia del governo" della Banca Mondiale<sup>1</sup>.

Una misura dell'efficacia dell'azione amministrativa connessa con il rilascio di autorizzazioni per lo svolgimento di attività produttive indica un ritardo dei Comuni del Mezzogiorno rispetto a quelli del Centro Nord pari a circa il 33 per cento. La quota significativa di amministrazioni virtuose anche nel Mezzogiorno (si colloca in questo gruppo il 34 per cento dei Comuni, contro il 53 per cento di quelli del Centro Nord) segnala tuttavia un'elevata eterogeneità all'interno di ciascuna area. In generale prestazioni migliori

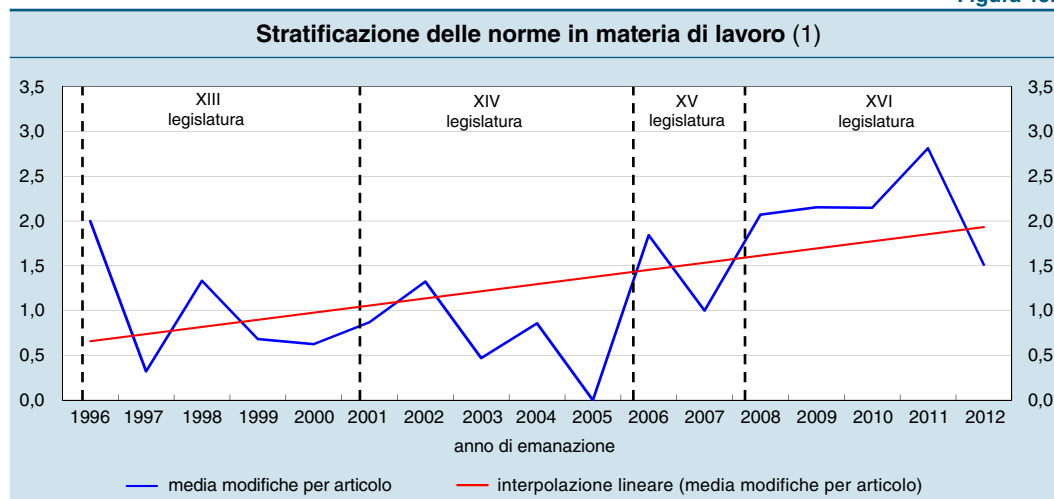
<sup>1</sup> Cfr. <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/dealing-with-construction-permits>; <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>.

si associano all'utilizzo di infrastrutture tecnologiche più avanzate e alla disponibilità di un personale più competente; le variabili di contesto hanno un impatto meno netto. È elevata la correlazione nella performance tra i diversi ambiti dell'azione pubblica (ad es. tra il rilascio di autorizzazioni e misure di percezione della qualità di alcuni servizi all'utenza<sup>2</sup>).

La definizione di un grado ottimale di variazione nel tempo delle norme non è semplice: da un lato, la stabilità ne favorisce la conoscibilità e l'applicazione; dall'altro, l'evoluzione risponde a esigenze di adeguamento ai mutamenti del contesto o delle preferenze collettive. È indubbia tuttavia la problematicità di cambiamenti che non solo sono frequenti, ma si realizzano attraverso la stratificazione di interventi successivi all'interno del medesimo testo normativo. Un indicatore indiretto del caso in esame è riportato nella fig. 15.1 che mostra l'aumento del grado di stratificazione normativa in Italia in materia di lavoro nel periodo 1996-2014.

Nell'ultimo anno è diminuita l'incertezza legata ai ritardi nell'approvazione dei provvedimenti attuativi: tra febbraio del 2014 e maggio del 2015 lo stock di quelli previsti dagli atti legislativi attribuibili ai due precedenti Governi è stato ridotto di circa due terzi. Nondimeno, a maggio del 2015, ne restava ancora da adottare il 29 per cento di quelli originariamente contemplati. Alla stessa data era stato approvato circa il 64 per cento dei provvedimenti con termini scaduti riferibili all'attuale Governo, con un'accelerazione rispetto al passato<sup>3</sup>. I tempi di approvazione della normativa secondaria in media raddoppiano quando sono interessate più amministrazioni. Un'analisi condotta su 210 provvedimenti riferibili al periodo novembre 2011-aprile 2013 mostra che il ritardo medio rispetto alla scadenza prevista è stato di 102 giorni per i casi in cui era coinvolta una sola amministrazione, 225 quando ne erano coinvolte due o più.

Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

(1) L'indicatore è riferito alla normativa nazionale di rango primario (L., DL e D.lgs.) nella materia dei rapporti di lavoro approvata nel periodo 1996-2014 e misura, per ciascun anno, il numero medio di provvedimenti di rettifica intervenuti su ciascun articolo entro due anni dalla sua approvazione.

<sup>2</sup> S. Giacomelli e M. Tonello, *Measuring the performance of local governments: evidence from mystery calls*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione. Gli indicatori di efficacia dell'azione amministrativa connessa con il rilascio di autorizzazioni sfruttano i risultati dell'indagine sugli sportelli unici svolta nel 2013 da Infocamere per conto del Ministero dello Sviluppo economico; quelli di qualità dei servizi pubblici sono desunti da Istat, *Indagine multiscopo sulle famiglie. Aspetti della vita quotidiana*, 2013.

<sup>3</sup> Cfr. <http://www.programmagoverno.gov.it>.

Alcune criticità nel funzionamento delle Pubbliche amministrazioni italiane sono legate agli assetti istituzionali scaturiti dai processi di decentramento legislativo e amministrativo; a una ridotta attrattività dell'impiego pubblico, anche in conseguenza dei cambiamenti intervenuti nelle politiche di reclutamento; ai sistemi di valutazione delle performance delle strutture e dei dirigenti; ai ritardi nello sviluppo delle tecnologie informatiche.

### *Assetti istituzionali: livelli di governo e coordinamento*

Le riforme Bassanini (legge 15 marzo 1997, n. 59 e successivi decreti legislativi di attuazione) e, in seguito, la riforma costituzionale del 2001 hanno determinato un radicale decentramento amministrativo e legislativo degli assetti istituzionali e di governo. Il riferimento più stretto al territorio nell'esercizio di alcune funzioni, realizzato tra l'altro in assenza di una precisa definizione dell'autonomia finanziaria degli enti di livello inferiore<sup>4</sup>, ha generato sovrapposizioni di competenze, con conseguenti incertezze per gli operatori pubblici e privati.

Alla competenza concorrente delle Regioni sono state assegnate anche materie caratterizzate da significative ricadute al di fuori dell'ambito regionale, come la produzione e distribuzione di energia o le grandi reti di comunicazione. Inoltre aspetti della potestà legislativa afferenti a un'unica materia sono stati separati tra Stato e Regioni, come nel caso della previdenza obbligatoria, rimasta nell'alveo delle competenze statali, e di quella complementare, classificata invece tra le materie concorrenti. Anche in ragione di ciò si è registrato un aumento del contenzioso tra Stato e Regioni, più che raddoppiato dopo l'entrata in vigore della riforma (115 giudizi pervenuti nella media del periodo 2003-2014 contro i 50 del periodo 1996-99) e non ancora stabilizzatosi (il massimo, di 197, viene toccato nel 2012). Nel complesso vi è evidenza che dal riparto di competenze legislative introdotto nel 2001 siano derivate confusioni di poteri e difficoltà sul piano del coordinamento, con conseguenti rallentamenti e ostacoli all'azione amministrativa<sup>5</sup>.

Il disegno di legge di riforma costituzionale in esame al Parlamento ricentralizza gli assetti esistenti e rafforza gli strumenti di coordinamento, in particolare riassegnando alla potestà esclusiva dello Stato numerose materie attualmente attribuite alla potestà concorrente Stato-Regioni. La proposta di riforma non affronta però il riparto di competenze sull'affidamento e l'esecuzione dei contratti pubblici e sulla disciplina dei servizi pubblici locali, ambiti rilevanti per l'economia e che hanno generato incertezza del diritto<sup>6</sup>.

Il decentramento amministrativo non si è accompagnato a un'organica revisione su base nazionale della rete degli enti territoriali, che potrebbe permettere il conseguimento di economie di scala e una maggiore uniformità di azione. Tale rete, costituita da

<sup>4</sup> D. Franco, G. Messina e S. Zotteri, *Fiscal decentralisation in Italy: an unfinished agenda*, "Wirtschaftspolitische Blätter", 4, 2004, pp. 467-481.

<sup>5</sup> C. Giorgiantonio, *Principio di sussidiarietà e istanze centripete: 13 anni di applicazione del nuovo Titolo V*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> F. Decarolis e C. Giorgiantonio, *Local public procurement regulations: the case of Italy*, "International Review of Law and Economics", di prossima pubblicazione.



poco più di 8.000 Comuni, per circa il 70 per cento con popolazione inferiore ai 5.000 abitanti, è pressoché invariata da oltre cinquant'anni. A partire dal 2008 una serie di provvedimenti ha imposto alle Regioni di razionalizzare la rete delle Comunità montane e di rendere effettivo l'obbligo di esercizio associato delle funzioni fondamentali da parte dei Comuni minori. Al 31 marzo 2015 le 81 Comunità e le 464 Unioni operanti o in avanzato stadio di formazione raggruppavano solo il 48,6 per cento dei Comuni (21,6 pesandoli per la popolazione). Nei principali paesi dell'Unione europea la dimensione media demografica dei Comuni è maggiore, ovvero è più elevata la percentuale di quelli riuniti in associazioni (ad es. in Germania e in Francia, nel 2012, rispettivamente il 65,0 e il 96,2 per cento dei Comuni faceva parte di organismi equivalenti alle Unioni; in Spagna nel 2010 il 76 per cento delle municipalità aderiva a Consorzi).

Sempre a partire dal 2008 si sono intensificate anche le iniziative di riforma dell'articolazione periferica dello Stato. Tuttavia il confronto tra la mappatura di tale articolazione riferita al 2007<sup>7</sup> e la situazione attuale ne mostra una sostanziale invarianza.

La conferenza di servizi, il principale strumento di coordinamento tra amministrazioni, centrali e locali, coinvolte in uno stesso procedimento amministrativo, ha avuto un'efficacia limitata. Nonostante dodici diversi provvedimenti legislativi siano intervenuti nel corso di venticinque anni sul testo originario della legge (art. 14 della legge 7 agosto 1990, n. 241), lo strumento non ha ancora trovato un assetto stabile ed efficace.

La revisione dell'articolazione degli uffici centrali e di quelli periferici dello Stato è prevista dal disegno di legge di riforma della Pubblica amministrazione all'esame del Parlamento.

### *Il personale*

Secondo l'indagine europea sulle forze di lavoro, nel confronto con le principali economie, nel 2012 i dipendenti pubblici italiani avevano un'età media più elevata (46,5 anni, 1,5 più che in Spagna e 4 più che in Francia, Germania e Regno Unito)<sup>8</sup> e una maggiore anzianità di servizio. Vi influiscono sia tratti tradizionali del pubblico impiego italiano, in particolare la maggiore separazione tra il settore pubblico e quello privato, sia le politiche di blocco del turnover attuate negli ultimi quindici anni che, secondo i dati della Ragioneria generale dello Stato, hanno determinato tra il 2001 e il 2013 una riduzione del numero dei dipendenti dell'8,7 per cento circa (10,7 per cento se si escludono i comparti della scuola e della sanità).

Secondo i dati della Ragioneria generale dello Stato l'incidenza dei contratti a termine sul totale dei dipendenti pubblici, giunta al 13,5 per cento nel 2006, è discesa al 9,2 per cento nel 2013 (rispettivamente 11,4 e 7,8 se si escludono i comparti della scuola e della sanità). Su tali andamenti hanno influito anche periodiche misure di stabilizzazione del personale precario – che nel periodo 2007-2013 hanno interessato il 12,8 per cento del totale delle assunzioni a tempo indeterminato (25,1 se si escludono i comparti della

<sup>7</sup> Istat, *Atlante di geografia statistica e amministrativa*, 2009.

<sup>8</sup> Anche il divario rispetto al settore privato era più ampio in Italia rispetto ai paesi considerati. Valori non dissimili si ottengono escludendo i comparti della scuola e della sanità.

scuola e della sanità). Quella a termine continua comunque a rappresentare la modalità prevalente di assunzione<sup>9</sup>.

Sulla base dei risultati dell'indagine del Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC) dell'OCSE, nel 2012 i dipendenti pubblici italiani si collocavano in ultima posizione tra quelli dei paesi dell'OCSE in termini di competenze linguistiche e numeriche. Nel confronto con i principali paesi dell'Unione europea, il ritardo riflette solo in parte il più basso livello di competenze nel complesso della popolazione adulta. Meno elevata rispetto agli altri paesi è anche la quota di dipendenti pubblici con almeno un'istruzione universitaria; il divario, in questo caso, è attribuibile alla minore incidenza di laureati nella popolazione complessiva.

Sulle difficoltà di attrarre, selezionare e trattenere nel pubblico impiego i lavoratori più abili incidono le condizioni di lavoro del settore e le relative politiche di reclutamento e di carriera.

Il minore ricorso alle procedure concorsuali tradizionali, anche a seguito del blocco del turnover, ha favorito modalità di reclutamento meno selettive e accresciuto l'incertezza circa la stabilità del posto di lavoro. Vi è evidenza che ciò abbia ridotto l'attrattività dell'impiego pubblico, specie per i soggetti più abili e con migliori prospettive sul mercato del lavoro (cfr. il riquadro: *La scelta di lavorare nel settore pubblico: il ruolo del precariato*).

#### LA SCELTA DI LAVORARE NEL SETTORE PUBBLICO: IL RUOLO DEL PRECARIATO

Differenze nelle condizioni di impiego e nelle regole di accesso tra settore pubblico e privato possono influenzare le scelte dei lavoratori e la composizione della forza lavoro dei due settori.

Utilizzando i dati tratti dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat sugli anni 2005-2013, è stata valutata la presenza di effetti di autoselezione dei lavoratori, sulla base dell'abilità, tra settore pubblico e privato, generati dalle aspettative di ottenere un lavoro stabile nei due settori. In particolare è stato stimato l'impatto sulla scelta dei lavoratori più abili di: (a) iniziare un rapporto di lavoro nel settore pubblico (*sorting in*); (b) spostarsi nel settore privato, se nella condizione di precari nel pubblico (*sorting out*)<sup>1</sup>.

L'analisi utilizza misure delle aspettative dei lavoratori basate sull'osservazione delle assunzioni e delle stabilizzazioni avvenute nel settore pubblico e in quello privato nei quattro trimestri precedenti. L'abilità è invece misurata sulla base della rapidità

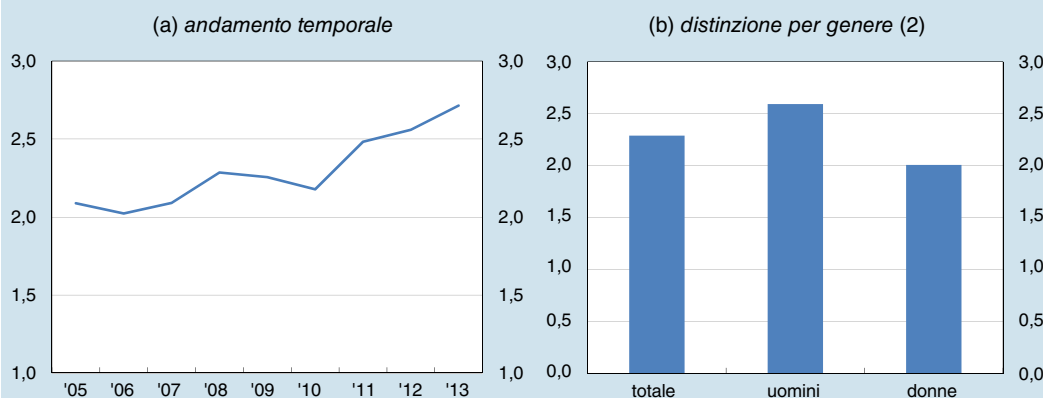
<sup>1</sup> L. Rizzica, *The use of fixed term contracts and the (adverse) selection of public sector workers*, Banca d'Italia, Temi di discussione, di prossima pubblicazione.

<sup>9</sup> Secondo nostre stime su dati tratti dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nel 2013 più di quattro su cinque delle nuove assunzioni; tre su quattro se si escludono i comparti della scuola e della sanità.

nel conseguimento del titolo di studio da parte di ciascun lavoratore. Tale misura assume in media valori più elevati tra i lavoratori del settore privato; il differenziale rispetto ai lavoratori del settore pubblico è inoltre cresciuto negli ultimi anni (figura, pannello a) ed è più elevato tra gli uomini rispetto alle donne (figura, pannello b).

Figura

**Divario tra settore privato e settore pubblico nella misura di abilità (1)**  
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*, 2005-2013.

(1) La misura di abilità è data dall'inverso del ritardo nel conseguimento del titolo di studio del singolo lavoratore rispetto al minimo osservato tra i lavoratori con uguale titolo di studio ed età. Il divario tra settore privato e settore pubblico è pari alla differenza tra i valori medi della misura di abilità nei due settori. – (2) Valori medi del periodo 2005-2013.

Analizzando i flussi in entrata e in uscita registrati nei due settori, si stima che la probabilità che i lavoratori più abili scelgano il settore pubblico (*sorting in*) si riduce all'aumentare del rischio relativo di essere assunti con un contratto a termine e al crescere della sua durata media attesa. Tra i precari del settore pubblico si osserva invece che al ridursi delle prospettive di stabilizzazione, la probabilità che i più abili si spostino nel settore privato (*sorting out*) aumenta nelle regioni del Mezzogiorno e diminuisce in quelle del Centro Nord.

I profili di carriera appaiono compensare poco il merito e le competenze. Elaborazioni sui dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, relativi al periodo 2009-2014, mostrano che nel settore pubblico il legame tra la dinamica delle retribuzioni orarie e l'anzianità di servizio è più forte che nel settore privato; il differenziale salariale tra un laureato e un individuo con titolo di studio basso è invece minore nel settore pubblico (20 per cento) rispetto al privato (circa 26 per cento). Stime basate su dati PIAAC relativi ai lavoratori con età compresa tra 35 anni e 54 anni evidenziano che nel settore pubblico il rendimento delle competenze effettivamente possedute, in termini di salario orario, in Italia è pari a meno della metà di quello della media dei paesi partecipanti all'indagine; la differenza di rendimento tra settore privato e pubblico è pari a 8 punti percentuali, contro i 3,6 della media dei paesi considerati.

### La dirigenza e la valutazione delle performance

La qualità della dirigenza e delle pratiche manageriali sono una componente essenziale del buon funzionamento di ogni organizzazione.

Nella Pubblica amministrazione è necessario bilanciare, da un lato, le esigenze di tutelare la continuità e l'imparzialità dell'azione amministrativa e, dall'altro, quelle di assicurare l'attuazione dell'indirizzo politico. Questo equilibrio è risolto in modi diversi nei vari ordinamenti; in Italia, a seguito delle riforme intervenute nei passati vent'anni, il bilanciamento è affrontato con: (a) la temporaneità degli incarichi (con cessazione automatica per quelli di vertice in conseguenza di mutamenti di governo); (b) l'attribuzione all'organo di indirizzo politico del potere di conferimento, rinnovo e revoca degli incarichi di vertice (con possibilità di conferimento anche a soggetti esterni); (c) la previsione di una correlazione tra conferma dell'incarico (nonché erogazione della parte premiale della retribuzione) ed esito delle valutazioni delle prestazioni, e il coinvolgimento, in funzione di garanzia, di organismi indipendenti.

Il funzionamento di questo assetto ha incontrato un ostacolo nell'incapacità dei sistemi di misurazione e valutazione delle performance di operare le opportune differenziazioni. In proposito nel 2014 l'Autorità nazionale anticorruzione segnalava un generale appiattimento delle valutazioni dei dirigenti dei Ministeri verso le classi elevate di punteggio e un grado di raggiungimento degli obiettivi strategici nel comparto prossimo al 100 per cento<sup>10</sup>. Elaborazioni su un campione di dirigenti regionali mostrano come l'età sia la principale determinante della retribuzione di risultato erogata, senza invece effetti riconducibili ad altre caratteristiche, quali il possesso di un titolo di studio post-laurea, la conoscenza delle lingue o le esperienze lavorative all'estero.

È attualmente in discussione in Parlamento un nuovo disegno di legge delega che mira contestualmente a limitare la discrezionalità del vertice politico nel conferimento degli incarichi (stabilendone l'approvazione preventiva o successiva da parte di una Commissione indipendente) e a introdurre percorsi di carriera più meritocratici e competitivi per i dirigenti. Sono anche contemplate misure per favorire la mobilità dei dirigenti all'interno del settore pubblico e verso il settore privato.

Il decreto legge 24 giugno 2014, n. 90 (convertito dalla legge 11 agosto 2014, n. 114) ha inoltre delegato il Governo a emanare uno specifico regolamento di riordino di alcune funzioni in materia di misurazione e valutazione della performance. I principi guida sono: la semplificazione degli adempimenti a carico delle Amministrazioni pubbliche; la progressiva integrazione del ciclo della performance con la programmazione finanziaria; la revisione della disciplina degli organismi indipendenti di valutazione; il raccordo con il sistema dei controlli interni. Tali principi affrontano importanti carenze del quadro normativo vigente; l'attuazione della delega potrebbe inoltre rappresentare l'occasione per il superamento di alcune criticità dell'attuale assetto tra cui l'assenza di una struttura chiaramente individuata di internal audit<sup>11</sup>.

L'efficacia dei sistemi di valutazione è strettamente connessa con la loro capacità di tener conto delle specificità dei diversi settori, di evitare eccessi di formalismo e di accrescere l'accountability esterna dell'azione amministrativa. La responsabilizzazione dei dirigenti risulterebbe potenziata dalla costruzione e pubblicizzazione di valutazioni di tipo comparativo, dove sussistano condizioni di misurabilità e confrontabilità delle

<sup>10</sup> ANAC, *Relazione sulla performance delle amministrazioni centrali 2012, 2014*.

<sup>11</sup> A. Peta, *I controlli interni della Pubblica amministrazione: criticità e prospettive evolutive*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

prestazioni; anche negli altri casi verrebbe favorita dalla istituzionalizzazione di pratiche sistematiche e metodologicamente robuste di valutazione delle politiche pubbliche. L'esperienza di paesi con una più consolidata tradizione suggerisce che costituiscono condizioni cruciali di successo l'indipendenza degli organismi preposti, la trasparenza dei processi, la disponibilità di supporti informativi e di risorse adeguati, la pluralità di competenze.

### *Le tecnologie dell'informazione*

Un efficace utilizzo delle tecnologie informatiche accresce i livelli di efficienza interna delle amministrazioni e migliora la qualità dei servizi erogati. L'Italia è in ritardo nello sviluppo delle tecnologie dell'informazione al servizio dell'azione amministrativa. Secondo la classifica della Commissione europea, basata su un indice sintetico che misura i progressi dell'Agenda digitale europea, nel 2014 il nostro paese occupava la venticinquesima posizione tra i 28 paesi membri.

Il livello di informatizzazione risulta fortemente sbilanciato a favore di attività gestionali interne e di comunicazione di tipo generale, essendo meno sviluppata l'erogazione di servizi all'utenza con contenuti digitali; tuttavia si registrano alcune importanti eccezioni, quali i servizi fiscali. Nel 2012 solo il 36,7 per cento delle Amministrazioni locali consentiva la ricezione di modulistica inoltrata dagli utenti e il 19,1 per cento il completamento in rete dell'intero iter relativo al servizio richiesto<sup>12</sup>. L'utilizzo di carte di credito per effettuare versamenti era consentito solo dal 25 per cento delle Amministrazioni locali (12 nel Mezzogiorno, 35 al Centro, 32 al Nord)<sup>13</sup>.

Lo sviluppo della tecnologia dell'informazione è stato ostacolato dalla frammentarietà delle azioni intraprese e dalla mancanza di misure per l'integrazione tra sistemi a livello complessivo<sup>14</sup>. La Strategia per la crescita digitale 2014-2020<sup>15</sup> sta affrontando tali carenze. I benefici dei processi di informatizzazione sono stati anche frenati dalla mancanza di una contestuale semplificazione dei processi esistenti e di una razionalizzazione e riorganizzazione delle strutture.

<sup>12</sup> *Le tecnologie dell'informazione e della comunicazione nella Pubblica amministrazione locale: anno 2012*, Istat, Statistiche report, 2013.

<sup>13</sup> *L'informatizzazione nelle amministrazioni locali*, Banca d'Italia, 2013.

<sup>14</sup> C.M. Arpaia, P. Ferro, W. Giuzio, G. Ivaldi e D. Monacelli, *L'e-government in Italia: situazione attuale, problemi e prospettive*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, di prossima pubblicazione.

<sup>15</sup> Presidenza del Consiglio dei ministri, *Strategia per la crescita digitale 2014-2020*, 2015.



# **IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA**





## 16. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Il bilancio della Banca d'Italia è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Gli schemi ufficiali sono redatti in unità di euro, le tavole di nota integrativa in migliaia di euro. Il bilancio è corredato, ai sensi dell'art. 39 dello Statuto, dalla relazione sulla gestione che è parte integrante della rendicontazione annuale della Banca d'Italia.

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 revisione dei conti è esercitata da una società di revisione esterna scelta ai sensi e per le finalità di cui all'art. 27 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). La società di revisione in carica, con mandato per gli esercizi 2010-15, è la PricewaterhouseCoopers, aggiudicataria della gara di appalto indetta nel 2009 dall'Istituto.

Per informazioni su funzioni, governance e organizzazione della Banca è possibile consultare il sito internet dell'Istituto ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

### RELAZIONE SULLA GESTIONE

#### *Sintesi delle risultanze di bilancio*

L'evoluzione delle operazioni di politica monetaria adottate dall'Eurosistema ha determinato, nel 2014, riduzioni delle dimensioni dei bilanci delle banche centrali nazionali e dei loro risultati economici.

Per la Banca d'Italia l'esercizio si è chiuso con un utile netto di 2.998 milioni (3.035 milioni nel 2013). Il risultato lordo prima delle imposte e dell'accantonamento al fondo rischi generali è stato pari a 5.957 milioni (6.862 milioni nel 2013). Le imposte di competenza sono risultate pari a 1.159 milioni.

Il totale di bilancio alla fine del 2014 ammontava a 530.623 milioni, inferiore di 23.784 milioni rispetto a quello del 2013 (tav. 16.1).

La variazione dell'attivo dello stato patrimoniale è dovuta principalmente alla riduzione delle operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro, in parte compensata dai maggiori crediti intra Eurosistema e dall'aumento del valore delle riserve auree.

Tavola 16.1

Principali aggregati di stato patrimoniale (1)										
(milioni di euro)										
VOCI	31.12.2014	Peso in %	31.12.2013	Peso in %	31.12.2012	Peso in %	31.12.2011	Peso in %	31.12.2010	Peso in %
Oro	77.865	14,7	68.677	12,4	99.417	16,3	95.924	17,8	83.197	25,0
Attività in valuta estera	40.510	7,6	37.720	6,8	41.185	6,7	40.911	7,6	37.789	11,3
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	194.522	36,7	235.869	42,5	271.784	44,6	209.995	39,0	47.635	14,3
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	35.486	6,7	37.572	6,8	44.525	7,3	43.056	8,0	18.079	5,4
Portafoglio attività finanziarie	141.711	26,7	140.289	25,3	128.601	21,1	129.455	24,0	123.047	37,0
Posizione intra Eurosystema	29.502	5,5	20.086	3,6	10.804	1,8	7.199	1,3	10.898	3,3
Altre attività	11.027	2,1	14.194	2,6	13.657	2,2	12.438	2,3	12.316	3,7
<b>Totale Attivo</b>	<b>530.623</b>		<b>554.407</b>		<b>609.973</b>		<b>538.978</b>		<b>332.961</b>	
Banconote in circolazione	164.527	31,0	157.541	28,4	149.948	24,6	146.010	27,1	138.324	41,5
Passività verso istituzioni creditizie	15.436	2,9	20.789	3,7	27.665	4,5	33.878	6,3	22.741	6,8
Depositi della Pubblica amministrazione	7.859	1,5	27.117	4,9	33.802	5,5	23.529	4,4	42.488	12,8
Posizione intra Eurosystema	208.576	39,3	228.382	41,2	253.799	41,6	198.453	36,8	7.093	2,1
Passività in valuta estera	8.230	1,6	7.758	1,4	8.047	1,3	8.355	1,5	8.236	2,5
Altre passività	7.577	1,4	8.697	1,6	3.386	0,6	4.652	0,9	4.958	1,5
Fondi per rischi e oneri	24.923	4,7	23.359	4,2	21.317	3,5	18.223	3,4	16.913	5,1
Conti di rivalutazione	66.200	12,5	54.191	9,8	86.900	14,3	83.004	15,4	70.206	21,1
Capitale, riserve e utile netto	27.295	5,1	26.573	4,8	25.109	4,1	22.874	4,2	22.002	6,6
<b>Totale passivo</b>	<b>530.623</b>		<b>554.407</b>		<b>609.973</b>		<b>538.978</b>		<b>332.961</b>	
Principali aggregati di conto economico (2)										
(milioni di euro)										
VOCI	2014		2013		2012		2011		2010	
Margine di interesse	6.406		6.728		6.602		4.501		3.845	
Redistribuzione del reddito monetario	221		557		1.315		590		613	
Rendite da azioni e partecipazioni	402		552		200		248		360	
Risultati da negoziazione	792		1.095		750		505		387	
Svalutazioni	-96		-357		-28		-471		-214	
Altre rendite nette	180		102		72		119		57	
Costi operativi e altre spese	-1.948		-1.815		-1.838		-1.862		-1.921	
<b>Risultato lordo</b>	<b>5.957</b>		<b>6.862</b>		<b>7.073</b>		<b>3.630</b>		<b>3.127</b>	
Accantonamento al fondo rischi generali	-1.800		-2.183		-2.645		-1.400		-1.350	
Imposte su reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-1.159		-1.644		-1.927		-1.101		-925	
<b>Utile netto</b>	<b>2.998</b>		<b>3.035</b>		<b>2.501</b>		<b>1.129</b>		<b>852</b>	

(1) Lo schema è riclassificato come segue: le *Attività in valuta estera* includono i titoli e le altre attività in valuta (voci 2 e 3 dell'attivo). Il *Portafoglio attività finanziarie* include titoli obbligazionari, azioni e partecipazioni e altre attività in euro e in valuta, allocati nelle voci 4, 6, 7.2, 8 e 11.2 dell'attivo; comprende inoltre la partecipazione al capitale della BCE (voce 9.1 dell'attivo). La *Posizione intra Eurosystema* include i crediti (debiti) netti verso l'Eurosystema compresi nelle voci 9.2, 9.3 e 9.4 dell'attivo (9.1, 9.2 e 9.3 del passivo). Le *Passività in valuta estera* comprendono le passività in valuta (voci 6, 7 e 8 del passivo). I *Fondi per rischi e oneri* includono il fondo rischi generali, i fondi rischi specifici e gli accantonamenti diversi per il personale (voci 12 e 14 del passivo). – (2) Lo schema è riclassificato come segue: il *Margine di interesse* include gli interessi attivi e passivi delle voci 1 e 6.1 del conto economico. Le *Rendite da azioni e partecipazioni* comprendono i dividendi e i proventi relativi agli *exchange-traded funds* (ETF) e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) (voci 4, 6.2 e 6.5). I *Risultati da negoziazione* e le *Svalutazioni* includono proventi e oneri delle voci 2.1, 2.2 e 6.4. Le *Altre rendite nette* includono gli importi delle voci 3, 7, 8 e 11. I *Costi operativi e altre spese* includono gli oneri della voce 9 mentre l'*Accantonamento al fondo rischi generali* si riferisce agli accantonamenti della voce 2.3.

Le operazioni di rifinanziamento sono complessivamente passate da 235.869 a 194.522 milioni. In particolare, sono diminuite quelle a più lungo termine (-44.930 milioni) per effetto di rimborsi anticipati delle due operazioni triennali del 2011 e del 2012; sono state erogate nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO). Le operazioni di rifinanziamento principali hanno registrato un aumento (+3.583 milioni).

Per effetto dei rimborsi di titoli che erano stati acquistati nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP), è diminuito anche il portafoglio detenuto per finalità di politica monetaria (-2.086 milioni).

In senso opposto hanno inciso: (a) l'aumento del valore delle riserve auree (+9.188 milioni), determinato esclusivamente dalla più elevata quotazione del metallo; (b) l'incremento del valore delle attività in divisa (+2.790 milioni), per effetto dell'apprezzamento dei cambi delle principali valute rispetto all'euro; (c) la crescita della posizione netta nei confronti dell'Eurosistema (+9.416 milioni), riconducibile esclusivamente ai maggiori crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro.

Fra le poste del passivo si è registrata una riduzione del saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, compreso nella posizione intra Eurosistema (-19.806 milioni). Alla fine del 2014 la posizione ammontava a 208.576 milioni, pari al 39 per cento del totale del passivo (41 per cento alla fine del 2013).

Sono inoltre diminuiti i depositi della Pubblica amministrazione (-19.258 milioni), anche in relazione alle condizioni di remunerazione meno favorevoli stabilite dalla BCE, nonché i depositi delle istituzioni creditizie (-5.353 milioni). Sono invece cresciuti i conti di rivalutazione (+12.009 milioni), principalmente per l'aumento del valore dell'oro e delle attività in valuta estera, nonché la quota di circolazione di pertinenza della Banca (+6.986 milioni).

Le riduzioni degli attivi di bilancio e dei tassi di interesse si sono riflesse sul conto economico della Banca.

Il margine di interesse si è ridotto di 322 milioni, soprattutto per la contrazione degli interessi attivi sui titoli di politica monetaria. Il calo degli interessi attivi sulle operazioni di rifinanziamento è stato, invece, quasi interamente compensato da quello degli interessi passivi sui saldi intra Eurosistema.

È diminuito da 557 a 221 milioni il risultato della redistribuzione del reddito monetario a favore della Banca, quale riflesso della contrazione del reddito monetario complessivamente prodotto a livello di Eurosistema (cfr. *Il signoraggio e la circolazione monetaria*).

I risultati da negoziazione, che nell'anno precedente avevano beneficiato del conferimento della partecipazione in Assicurazioni Generali spa (Generali) al Fondo Strategico Italiano (FSI), sono scesi di 303 milioni; sono inoltre diminuite di 150 milioni le rendite da azioni e partecipazioni, principalmente per il minor dividendo riconosciuto dalla BCE.

I costi operativi e le altre spese sono aumentati di 133 milioni per effetto dei maggiori accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (+147 milioni),

dovuti all'aggiornamento delle tavole demografiche utilizzate nei calcoli attuariali delle riserve matematiche. Le spese di amministrazione sono cresciute in relazione alle attività di *asset quality review* (AQR) richieste dalla BCE per l'avvio del Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). Al netto di questi oneri, di natura non ricorrente, il complesso dei costi operativi – che ha beneficiato anche di minori ammortamenti per il conferimento del patrimonio immobiliare a reddito alla Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa (SIDIEF), interamente controllata – ha registrato una flessione che conferma l'andamento decrescente osservato negli ultimi anni.

La riduzione del risultato lordo è stata in parte mitigata dalle minori svalutazioni (-261 milioni) e dalla crescita delle altre rendite nette (+78 milioni).

Il fondo rischi generali, deputato a fronteggiare la complessiva rischiosità della Banca, è stato alimentato per 1.800 milioni, nella prospettiva della crescita dimensionale del bilancio e della progressiva assunzione dei rischi connessi con la realizzazione dei programmi di acquisto di titoli privati e pubblici avviati dall'Eurosistema a far tempo da ottobre del 2014 (cfr. *Eventi successivi alla chiusura del bilancio*).

L'ammontare delle imposte di competenza si è ragguagliato a 1.159 milioni (1.644 nel 2013), in diminuzione anche per effetto del venir meno dell'addizionale Ires dell'8,5 per cento prevista per il solo 2013.

A valere sull'utile netto di 2.998 milioni, è stato assegnato alle riserve statutarie un importo complessivo di 749 milioni, ai partecipanti un dividendo di 340 milioni e allo Stato l'ammontare di 1.909 milioni (cfr. *Proposte del Consiglio superiore*).

### ***Eventi successivi alla chiusura del bilancio***

A partire dal 1° gennaio 2015, per effetto dell'ingresso della Lituania 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 17,5923 al 17,4890 per cento. Tale percentuale è utilizzata nei rapporti finanziari tra l'Istituto e le altre banche centrali dell'Eurosistema, come, ad esempio, nel caso della distribuzione dell'utile netto della BCE e della ripartizione del reddito monetario.

Nella riunione del 22 gennaio 2015 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato l'ampliamento del programma di acquisto di titoli di politica monetaria avviato sul finire del 2014, includendovi anche quelli pubblici e quelli emessi da istituzioni europee; gli acquisti di questi ultimi sono iniziati nel mese di marzo 2015 (cfr. *Operazioni di politica monetaria*). Alla fine del mese di aprile il valore di bilancio dei titoli complessivamente acquistati dalla Banca d'Italia nell'ambito del programma era pari a 26,5 miliardi.

La legge 23 dicembre 2014, n. 190, in coerenza con gli indirizzi di politica monetaria della BCE, prevede che il conto del Ministero dell'Economia e delle finanze, denominato fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, sia trasferito, con le relative giacenze, dalla Banca d'Italia alla Cassa depositi e prestiti. Come da indicazioni dello stesso dicastero, il trasferimento è avvenuto nei primi giorni del mese di gennaio 2015.

Il Consiglio superiore ha approvato nella seduta del 30 marzo 2015 il piano di riassetto della rete territoriale, da attuarsi nei prossimi tre anni. Il piano prevede il potenziamento dei compiti delle Filiali di maggiori dimensioni, la riconduzione di tre divisioni distaccate di vigilanza all'interno di Filiali vicine e la chiusura di 19 succursali con operatività ormai molto ridotta.

Alla fine del mese di aprile 2015 tutte le principali valute hanno registrato un apprezzamento nei confronti dell'euro rispetto ai valori della fine del 2014.

### *Informazioni relative ai rapporti con le società controllate e collegate*

La Banca d'Italia è socio unico della Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa (SIDIEF). La società opera nel settore immobiliare, svolgendo principalmente attività di locazione e gestione di beni propri.

Con decorrenza 1° gennaio 2014, la Banca ha conferito alla SIDIEF spa il compendio immobiliare a reddito costituito da 69 immobili a destinazione prevalentemente residenziale; il conferimento, avvenuto in continuità di valori contabili, è stato regolato attraverso un aumento di capitale e riserve interamente sottoscritto dall'Istituto per complessivi 421 milioni.

Nei confronti della controllata la Banca esercita un'attività di direzione e coordinamento che si esplica prevalentemente con riguardo alle strategie aziendali, senza pregiudizio della sfera di autonomia gestionale della società.

Un'apposita convenzione, con scadenza alla fine del 2016, disciplina i rapporti tra la Banca e la SIDIEF, regola le politiche locative da applicare ai dipendenti e ai terzi, stabilisce gli immobili in godimento reciproco e prevede il distacco di personale della Banca presso la società nella fase immediatamente successiva al conferimento.

Nel 2014 erano in corso due contratti di locazione passivi. I costi dei suddetti contratti sono ammontati nell'esercizio a circa 8.000 euro. Inoltre la SIDIEF ha concesso in comodato alla Banca alcune unità immobiliari, per le quali vengono recuperati gli oneri accessori; sulle stesse la società ha sostenuto nell'esercizio spese di riordino pari a 50.000 euro circa, oggetto di riaddebito all'Istituto. Nello stesso periodo la Banca ha concesso in comodato alla SIDIEF alcuni locali in un immobile di sua proprietà e parte degli arredi, per ospitare la sede della società a Roma, e ha distaccato, a partire dal 1° gennaio, dieci dipendenti per facilitare la fase di start-up. Il distacco si è gradualmente concluso nel corso del 2014. Complessivamente, le operazioni descritte con la SIDIEF non hanno generato effetti patrimoniali ed economico-finanziari rilevanti per il bilancio della Banca.

Nel 2014 la Banca ha ceduto a un gruppo di imprenditori e investitori istituzionali la partecipazione di controllo nel capitale della società Bonifiche Ferraresi spa. Il corrispettivo della partecipazione ceduta, pari al 60,37 per cento del capitale, è stato di 104 milioni di euro. La Banca ha mantenuto, per finalità esclusivamente di investimento finanziario, una partecipazione in Bonifiche Ferraresi spa inferiore al due per cento.

Alla fine del 2014 la Banca deteneva anche una partecipazione del 20 per cento nel FSI (cfr. nella nota integrativa: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Portafoglio titoli*). Non vi sono rapporti economici, patrimoniali e finanziari con l'FSI diversi da quelli connessi con la detenzione della partecipazione.

### *Operazioni di politica monetaria*

Anche nel 2014 le aste di politica monetaria sono state condotte a tasso fisso e con piena aggiudicazione dei fondi richiesti. Secondo quanto annunciato a giugno del 2014 dal Consiglio direttivo della BCE, questo sistema sarà mantenuto fino a quando ritenuto necessario e almeno sino alla fine del 2016. Nella stessa occasione il Consiglio ha deciso di interrompere le operazioni di sterilizzazione della liquidità immessa attraverso il Securities Markets Programme (SMP).

Sempre in giugno, con lo scopo di migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo il processo di erogazione del credito bancario all'economia reale, il Consiglio direttivo ha inoltre stabilito di condurre per un periodo di due anni, con cadenza trimestrale, una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO). Due di queste sono state effettuate nei mesi di settembre e dicembre e hanno consentito alle controparti di richiedere fondi fino al 7 per cento dell'ammontare dei prestiti concessi al settore privato al 30 aprile 2014; altre sei sono previste tra marzo del 2015 e giugno del 2016. Tutte le TLTRO giungeranno a scadenza nel mese di settembre del 2018 e il tasso di interesse resterà fisso per la durata di ciascuna operazione; per quelle ancora da erogare non verrà più applicato, come accaduto per le prime due operazioni, lo spread di 10 punti base sul tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale.

In due occasioni, nei mesi di giugno e di settembre, il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di politica monetaria, portando quelli sui depositi overnight su valori negativi. Il tasso negativo si applica anche ai depositi in eccesso rispetto ai requisiti di riserva obbligatoria nonché ad alcuni conti detenuti presso le banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema, inclusi i depositi governativi eccedenti una soglia predeterminata (cfr. nella nota integrativa: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*).

Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo ha continuato a fornire indicazioni prospettiche sui tassi (*forward guidance*), dichiarando, in considerazione delle aspettative di bassa inflazione, l'intenzione di mantenere i tassi ufficiali su livelli bassi per un periodo di tempo prolungato. Alla fine del 2014 i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principale e marginale e su quelle di deposito presso la banca centrale si attestavano su valori minimi storici, pari rispettivamente allo 0,05, allo 0,30 e al -0,20 per cento.

Considerando i dati di fine anno, il volume dei fondi concessi dall'Eurosistema mediante operazioni di rifinanziamento è sceso dai 752,3 del 2013 ai 630,3 miliardi del 2014. Il peso delle operazioni a più lungo termine, comprese le TLTRO, è rimasto sostanzialmente stabile (75 per cento, rispetto al 78 dell'esercizio precedente). Alla fine del 2014 i rimborsi sulle operazioni triennali concesse tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 avevano raggiunto, a livello di Eurosistema, l'importo di 808,7 miliardi, su



1.018,7 miliardi di assegnazione iniziale; quelli delle controparti italiane ammontavano a 167,9 miliardi, sui 254,7 miliardi a suo tempo concessi.

L'esposizione dell'Eurosistema nei confronti delle controparti italiane era pari alla fine del 2014, a 195 miliardi, circa 41 in meno rispetto alla fine dell'anno precedente. Il relativo peso sull'esposizione complessiva è invece rimasto pressoché invariato (circa 31 per cento).

Nell'ambito delle misure non convenzionali di politica monetaria volte a sostenere il credito all'economia reale si inquadrano anche i due nuovi programmi di acquisto di titoli avviati negli ultimi mesi del 2014: l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) – i cui titoli per il momento sono acquistati dalla sola BCE – e il Covered Bond Purchase Programme (CBPP3). Tali programmi mirano a sostenere specifici segmenti di mercato per migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e favorire l'offerta del credito.

L'esigenza di contrastare l'insorgere di aspettative deflative ha indotto il Consiglio direttivo, nella riunione del 22 gennaio 2015, ad ampliare ulteriormente il programma di acquisto, includendo anche i titoli di Stato di emittenti dell'area dell'euro, nonché obbligazioni denominate in euro collocate da agenzie situate nell'area e da istituzioni europee (Expanded Asset Purchase Programme, APP). Il nuovo programma, che prevede acquisti mensili di ammontare pari complessivamente a circa 60 miliardi di euro (considerando anche gli acquisti dei covered bond e degli asset-backed securities), dovrebbe proseguire fino al mese di settembre del 2016 e in ogni caso finché non si rilevi un aggiustamento durevole del tasso di inflazione coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Al 31 dicembre 2014 il valore di bilancio dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria della Banca era pari a 35,5 miliardi. La diminuzione rispetto alla fine del precedente esercizio è il risultato dei rimborsi a scadenza, in prevalenza relativi all'SMP, solo in parte compensati dai nuovi acquisti di covered bond.

Tavola 16.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2014	31.12.2013
Titoli di Stato (SMP)	23.403	28.621
Covered bond (1° programma)	5.396	6.693
Covered bond (2° programma)	2.035	2.258
Covered bond (3° programma)	4.652	–
<b>Totale</b>	<b>35.486</b>	<b>37.572</b>

Conformemente alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE, i titoli connessi con i tre programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite e con l'SMP sono valutati al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*.

Le verifiche di fine esercizio effettuate su tali titoli a livello di Eurosistema non hanno evidenziato perdite da *impairment* (cfr. nella nota integrativa: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*).

## Le risorse finanziarie

La Banca detiene le riserve ufficiali del Paese (oro e attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro), la cui proprietà è assegnata per legge all'Istituto. La gestione delle riserve consente di effettuare il servizio del debito in valuta della Repubblica, nonché di adempiere a impegni nei confronti di organismi sovranazionali, come il Fondo monetario internazionale. Le riserve nazionali sono comunque parte integrante di quelle dell'Eurosistema: il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono a salvaguardare la sua credibilità. Le riserve valutarie sono gestite con l'obiettivo primario di garantire elevati livelli di liquidità e di sicurezza, avendo anche riguardo alla massimizzazione del rendimento atteso nel lungo periodo. La Banca gestisce altresì una parte delle riserve conferite alla BCE, sulla base delle linee guida definite dal Consiglio direttivo.

Nell'aggregato *Oro e attività nette in valuta*, la cui composizione è riportata nella tavola 16.3, sono comprese le riserve ufficiali e le altre attività in valuta detenute dalla Banca verso residenti nell'area dell'euro al netto delle passività in valuta.

Tavola 16.3

Oro e attività nette in valuta (1) (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2014	31.12.2013
Oro	77.865	68.677
Dollari statunitensi	19.789	16.932 (2)
Sterline inglesi	3.305	3.045
Yen giapponesi	3.761	4.200
Dollari australiani	1.344	1.246
Renminbi cinesi	85	–
Altre valute	6	5
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	3.989	4.534
<b>Totale</b>	<b>110.144</b>	<b>98.639</b>

(1) Sono valutati ai cambi e ai prezzi di mercato. Non sono incluse le attività finanziarie (ETF e quote di OICR) denominate in valuta estera detenute a fronte delle riserve ordinaria e straordinaria e degli accantonamenti patrimoniali, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata. – (2) Il saldo del 2013 include operazioni temporanee di rifinanziamento in dollari per 73 milioni, poste in essere nell'ambito di un accordo tra la BCE e la Riserva federale finalizzato all'offerta di liquidità a breve in dollari al sistema bancario.

Al 31 dicembre 2014 il controvalore in euro dell'oro e delle attività nette in valuta era pari a 110,1 miliardi (98,6 miliardi alla fine del 2013). L'aumento è dovuto all'apprezzamento dell'oro (+13,38 per cento, per una variazione del valore di 9,2 miliardi) e, in misura più contenuta, all'andamento positivo dei cambi delle principali valute detenute in portafoglio. Alla fine del 2014 fra le attività nette in valuta – esclusi i diritti speciali di prelievo (DSP) – si riscontrava, rispetto all'anno precedente, un maggior peso degli investimenti in dollari (dal 66,5 al 70 per cento), una sostanziale stabilità dell'incidenza di quelli in sterline (11,7 per cento) e in dollari australiani (4,7 per cento), e una diminuzione di quelli in yen (dal 16,6 al 13,3 per cento). Nel 2014 sono stati effettuati per la prima volta acquisti di renminbi cinesi; alla fine dell'anno incidavano sul portafoglio complessivo per lo 0,3 per cento.

La Banca detiene anche un portafoglio titoli nel quale sono compresi, tra l'altro, gli investimenti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP). Nel rispetto del divieto di finanziamento monetario agli Stati membri e alle istituzioni pubbliche dell'area dell'euro, non vengono acquistati

titoli di questi emittenti sul mercato primario. Sono esclusi investimenti in azioni bancarie e assicurative.

Tavola 16.4

Composizione del portafoglio titoli (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2014	31.12.2013
Titoli di Stato	122.544	117.380
Altre obbligazioni	3.182	2.953
Azioni e partecipazioni	6.707	6.246
ETF e quote di OICR	2.987	3.302
<b>Totale</b>	<b>135.420</b>	<b>129.881</b>

Alla fine dello scorso anno il valore di bilancio del portafoglio era di 135,4 miliardi (129,9 miliardi nel 2013). Nel portafoglio figuravano principalmente strumenti obbligazionari, in particolare titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro; la componente azionaria era costituita in massima parte da titoli quotati nell'area. Nel 2014 è stato completato il processo di ribilanciamento del portafoglio azionario quotato italiano con l'obiettivo di aumentarne la diversificazione, replicare la composizione degli indici di mercato individuati e contenere i rischi di natura reputazionale evitando di assumere posizioni rilevanti nell'assetto proprietario dei singoli emittenti. In particolare, le quote possedute nelle singole società italiane quotate sono state allineate intorno a una soglia dello 0,5 per cento del capitale di ciascuna ed è stato ampliato il novero dei titoli per comprendere tutte le società con capitalizzazione superiore ai 500 milioni di euro.

Gran parte del portafoglio titoli (86 per cento) è iscritto nel comparto dei titoli detenuti sino alla scadenza e quindi è valutato al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato della fine dell'anno, il valore del portafoglio sarebbe pari a 152,7 miliardi.

La Banca gestisce anche gli investimenti del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Le componenti relative agli impieghi e al patrimonio di destinazione sono iscritte nel bilancio della Banca; il Fondo costituisce un patrimonio separato sotto il profilo amministrativo e contabile. Gli investimenti sono effettuati rispettando i benchmark di riferimento. Al 31 dicembre 2014 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 353 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e della relativa composizione avviene quotidianamente.

### *I rischi finanziari*

*Operazioni di politica monetaria.* – Le BCN dell'Eurosistema condividono, in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE (chiave capitale), i rischi sui titoli acquistati nell'ambito del SMP, dell'ABSPP e del CBPP3. Per quanto riguarda gli altri titoli acquistati dalle BCN nell'ambito dell'APP, è stato previsto che i rischi restino a carico delle singole BCN per quelli pubblici, mentre per i titoli emessi da istituzioni europee è stato adottato un regime di condivisione. Quest'ultimo riguarda anche i titoli pubblici acquistati dalla BCE, per effetto della partecipazione delle BCN al suo capitale. Per le operazioni di rifinanziamento, in linea generale, è prevista la condivisione dei rischi.

Lo Statuto del SEBC dispone che tutte le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema alle controparti bancarie siano effettuate a fronte di adeguate garanzie, sotto forma di trasferimento di proprietà o pegno di attività finanziarie idonee. Le misure per il controllo dei rischi decise dal Consiglio direttivo della BCE mirano a preservare le BCN dal rischio di perdite finanziarie derivanti dal realizzo delle attività stanziare, nel caso in cui le controparti non siano in grado di provvedere al rimborso.

Le regole per la mitigazione e la gestione di questi rischi, fissate dall'Eurosistema, prevedono la definizione di elevati criteri di qualità creditizia per le attività accettate in garanzia, la valutazione delle garanzie su base giornaliera, l'applicazione di apposite misure di controllo, quali ad esempio gli scarti di garanzia (*haircuts*) e i margini di variazione.

Nel 2014, nel rispetto della disciplina relativa alle attività stanziabili per le operazioni di credito dell'Eurosistema, è stata mantenuta un'ampia disponibilità di garanzie utili ad assistere la richiesta di liquidità delle controparti contenendo allo stesso tempo il rischio assunto dall'Eurosistema.

La complessiva rischiosità delle operazioni di rifinanziamento si è ridotta per la flessione nel volume dovuta al rimborso anticipato delle operazioni triennali condotte tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012. Tuttavia nel corso del 2014 la durata media delle operazioni di finanziamento è aumentata per effetto delle prime due operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO).

È diminuita anche la rischiosità connessa con i titoli acquistati per finalità di politica monetaria il cui volume è calato a causa dei rimborsi a scadenza; l'avvio del nuovo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (CBPP3) ne ha solo in parte compensato l'effetto. I rischi sugli acquisti di covered bond sono mitigati dalla previsione di appositi criteri di idoneità, così come per i titoli ABS i cui acquisti sono, al momento, effettuati dalla sola BCE.

*Riserve valutarie e portafoglio titoli.* – La Banca d'Italia gestisce in modo integrato i rischi finanziari riguardanti le operazioni di politica monetaria e le altre attività e passività finanziarie rappresentate, in particolare, dalle riserve valutarie e dal portafoglio titoli e tiene conto delle relazioni fra i vari fattori di rischio. Sono inoltre presidiati i rischi di liquidità sulle riserve valutarie e i rischi operativi collegati alla attività complessiva dell'Istituto. La composizione desiderata degli investimenti finanziari viene individuata considerando, in un'ottica di medio-lungo periodo, tutte le principali fonti di rischio che è possibile individuare.

Per il controllo dei rischi complessivi è adottata una misura conservativa di rischio che riflette la stima di possibili perdite caratterizzate da bassa probabilità, ma con alto impatto patrimoniale (*expected shortfall*). La misurazione dei rischi è effettuata mediante una metodologia sviluppata nell'ambito dell'Eurosistema. Tale metodologia consente di tenere conto della diversificazione tra i rischi di credito e quelli di mercato.

Oltre che sull'intera esposizione al rischio della Banca, sono effettuate analisi e controlli periodici sulle singole posizioni. La maggior parte del portafoglio obbligazionario in euro è detenuto sino alla scadenza, mentre le azioni sono prevalentemente detenute tra

gli investimenti non permanenti. La gestione dei rischi finanziari prende a riferimento sia la componente immobilizzata che quella di negoziazione. Per la misurazione e il monitoraggio dei rischi di mercato<sup>1</sup> sono utilizzati diversi indicatori: l'elasticità del valore del portafoglio di titoli obbligazionari rispetto a oscillazioni dei tassi (duration); la perdita massima potenziale stimata con orizzonte annuale nelle forme di lungo e breve periodo (VaR strutturale e VaR congiunturale), separatamente per le varie classi di attività finanziarie e per i vari portafogli; la riduzione di valore del portafoglio in caso di andamenti di mercato particolarmente avversi, caratterizzati peraltro da bassa probabilità.

Il rischio di cambio per le attività in valuta a investimento dei fondi propri è coperto con operazioni di vendita a termine di valuta.

Il controllo e la mitigazione dei rischi, oltre ad avvalersi degli strumenti di misurazione nel continuo, fanno affidamento, per il rischio di credito, sulla rigorosa selezione degli strumenti di investimento e delle controparti, condotta apprezzando il merito creditizio sulla base di rating e di informazioni di mercato, nonché sulla previsione di limiti di esposizione individuali e di comparto monitorati quotidianamente.

La liquidità degli strumenti finanziari oggetto di investimento è di norma molto elevata. Per le riserve valutarie, in particolare, il rischio di liquidità è presidiato adottando criteri molto conservativi per la selezione di strumenti finanziari e di controparti, imponendo stringenti limiti di scadenza a depositi bancari, carta bancaria e commerciale e agli acquisti di singole emissioni.

Alla fine del 2014 il rischio finanziario complessivo, misurato con la nuova metodologia che integra il rischio di mercato e quello di credito, era valutato in flessione rispetto a un anno prima, in relazione alle ridotte dimensioni del bilancio e al minor rischio di credito. Anche il rischio di tasso, misurato singolarmente, è risultato in flessione; la riduzione ha riguardato soprattutto la componente obbligazionaria del portafoglio in euro e le poste di politica monetaria. La durata finanziaria della componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta sostanzialmente stabile sia per i titoli di Stato italiani, sia per gli altri titoli di Stato dell'area dell'euro, sia per il portafoglio costituito da titoli sovrnazionali, mentre è cresciuta per i titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro. Nello stesso periodo è rimasta pressoché stabile anche la durata finanziaria delle riserve valutarie; si è ridotta quella dei portafogli di politica monetaria a causa del graduale rimborso dei titoli.

In prospettiva occorre tuttavia considerare l'espansione attesa del bilancio dell'Istituto e la progressiva assunzione di rischi connesse con la realizzazione dei programmi di acquisto di titoli privati e pubblici avviati dall'Eurosistema a far tempo dallo scorso ottobre.

### *Il signoraggio e la circolazione monetaria*

Con il termine signoraggio si intende l'insieme dei redditi che le banche centrali conseguono dalla funzione di emissione monetaria.

<sup>1</sup> I rischi di mercato includono il rischio di cambio, il rischio di variazione del prezzo dell'oro (commodity risk) e delle azioni, nonché il rischio di tasso di interesse indotto dai movimenti delle curve dei rendimenti dei singoli mercati.

Nell'Eurosistema il signoraggio è incluso nella definizione più ampia di reddito monetario, ossia il reddito netto che le BCN ricavano dagli attivi detenuti in contropartita delle passività monetarie, rappresentate prevalentemente dalle stesse banconote e dai depositi delle istituzioni creditizie. L'adozione dell'euro e la politica monetaria unica implicano che il reddito monetario complessivamente conseguito dalle BCN dell'Eurosistema sia ripartito fra le stesse in proporzione alle quote versate di capitale della BCE (chiave capitale). A tal fine ogni anno ciascuna BCN è tenuta a calcolare – secondo le regole convenzionali stabilite dal Consiglio direttivo – il reddito monetario prodotto e a conferirlo alla BCE per la successiva redistribuzione in base alla chiave capitale (per ulteriori dettagli, cfr. nella nota integrativa: *Commento alle voci di conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Il reddito monetario così attribuito concorre, con gli altri redditi derivanti dai propri investimenti (inclusi quelli a fronte del capitale e degli altri fondi patrimoniali), alla formazione del risultato d'esercizio.

Alla fine dell'anno il valore delle banconote in circolazione ammontava a 142,2 miliardi di euro (14 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con una diminuzione dell'1,7 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2013 (144,7 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 164,5 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema convenzionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,2 per cento).

La Banca, attraverso il suo stabilimento di produzione, contribuisce a soddisfare la domanda di banconote in euro e partecipa attivamente allo sviluppo della nuova serie; concorre, inoltre, alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto alle contraffazioni.

Nel 2014 sono stati prodotti 1.162 milioni di banconote (nei tagli da 10 e 20 euro della seconda serie e da 50 euro della prima), dato sostanzialmente in linea con quanto pianificato e con gli andamenti del biennio 2011-12. Rispetto al 2013 (anno in cui è stato raggiunto il record della produzione in euro dello stabilimento dall'introduzione della moneta unica nel 2002) si è registrato un calo del 15 per cento, anche in ragione della concomitanza di diversi fattori, quali l'avvio delle lavorazioni relative alla nuova banconota da 20 euro e la produzione pilota del nuovo taglio da 50 euro. A ciò si sono aggiunte le attività di sperimentazione – svolte per conto dell'Eurosistema in qualità di R&D Main Test-print Center – di soluzioni tecniche innovative, fra le quali nuovi elementi di sicurezza per i tagli elevati della seconda serie. Nel 2015, nonostante la contrazione della quota assegnata (997,2 milioni di banconote rispetto a 1.477,8 del 2014), i volumi di produzione si manterranno elevati, intorno a 1,2 miliardi di esemplari, per il disallineamento che si è determinato tra l'allocazione dei nuovi tagli e l'effettivo avvio delle relative lavorazioni.

L'esigenza di riallineare la capacità produttiva dello stabilimento alle previsioni di medio termine della domanda di banconote in euro, l'applicazione delle linee guida della BCE sul nuovo sistema di produzione – che pone tra gli obiettivi strategici l'individuazione di modalità di acquisto congiunto tra le BCN dotate di proprie stamperie – e, soprattutto, l'impegno a contenere i costi della funzione di produzione hanno fatto sì che nel 2014 gli investimenti siano stati limitati alle iniziative strettamente indispensabili.

Nell'anno le Filiali hanno immesso in circolazione 2,7 miliardi di banconote, per un valore di 91,1 miliardi di euro. Il flusso di rientro ha, invece, riguardato 2,5 miliardi di banconote, pari a 93,6 miliardi di euro. Sono state verificate 2,5 miliardi di banconote e ritirate dalla circolazione 0,8 miliardi. A tale riguardo è in fase avanzata di realizzazione una procedura automatica per la pianificazione delle operazioni di trasporto verso le Filiali, finalizzata a innalzare l'efficienza dei processi di distribuzione delle banconote.

### *Le risorse umane, informatiche e logistiche*

*Le risorse umane.* – Al 31 dicembre 2014 il numero dei dipendenti era pari a 7.078, di cui 4.510 addetti all'Amministrazione centrale e 2.568 alle Filiali. I dirigenti e i funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,7 e il 20,9 per cento del personale dell'Istituto; l'età media era di 48,8 anni; il personale femminile era pari al 35,8 per cento dei dipendenti.

Rispetto al 2013 il personale è aumentato di 51 unità. I dipendenti assunti nell'anno sono stati 240, il 56 per cento dei quali in possesso di titolo universitario. Le cessazioni dal servizio sono state 189, registrando un ulteriore rallentamento della dinamica delle uscite per effetto del nuovo sistema previdenziale (-3 per cento rispetto al 2013, -10 per cento rispetto al 2012).

**Tavola 16.5**

<b>Composizione del personale</b>										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2014					Consistenze al 31.12.2013				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)
Dirigenti	460	153	<b>613</b>	139	474	460	146	<b>606</b>	137	469
Funzionari	944	535	<b>1.479</b>	393	1.086	933	537	<b>1.470</b>	394	1.076
Coadiutori	850	558	<b>1.408</b>	495	913	804	525	<b>1.329</b>	492	837
Altro personale	2.288	1.290	<b>3.578</b>	1.541	2.037	2.324	1.298	<b>3.622</b>	1.573	2.049
<b>Totale</b>	<b>4.542</b>	<b>2.536</b>	<b>7.078</b>	<b>2.568</b>	<b>4.510</b>	<b>4.521</b>	<b>2.506</b>	<b>7.027</b>	<b>2.596</b>	<b>4.431</b>

(1) Il dato include il personale addetto all'Unità di informazione finanziaria (UIF), alle Delegazioni, nonché quello distaccato presso organismi esterni.

L'azione formativa ha coinvolto nell'anno 5.669 persone, pari all'80,1 per cento della compagine; la percentuale sale all'88,7 per cento considerando anche la formazione sul posto di lavoro. Sono state erogate 158.645 ore di formazione, corrispondenti a 28 ore per partecipante. Nel 2014 si sono conclusi gli interventi mirati alla formazione obbligatoria per i lavoratori, prevista dall'accordo emanato dalla Conferenza permanente Stato-Regioni il 21 dicembre 2011. Il piano, iniziato alla fine del 2012, ha coinvolto tutto il personale della Banca.

*Le risorse informatiche e logistiche.* – Nel 2014 la Banca ha assunto impegni di spesa pari a 140,4 milioni per le risorse informatiche. Per le attività correnti di gestione



delle infrastrutture e dei servizi di ICT sono stati impegnati oneri per 103,1 milioni; per i progetti sono invece state impegnate spese per 37,3 milioni. In qualità di *service provider*, la Banca ha proseguito nelle iniziative volte alla realizzazione della nuova piattaforma TARGET2-Securities per il regolamento accentrato delle transazioni in titoli e all'evoluzione del sistema TARGET2. In linea con le direttive dell'Eurosistema sono stati avviati interventi connessi con l'ampliamento dell'insieme degli strumenti utilizzabili dagli intermediari nelle operazioni di rifinanziamento attraverso l'adeguamento delle procedure per la gestione delle garanzie. Nell'ambito del SEBC è stata definita un'iniziativa per la costituzione di un archivio europeo centralizzato di crediti bancari (AnaCredit).

Sono inoltre proseguite le iniziative dirette ad aumentare la qualità dei servizi alla collettività tramite il rinnovamento delle applicazioni di accesso alla Base dati statistica e agli albi ed elenchi di vigilanza da parte del pubblico, la dematerializzazione dei documenti nell'ambito del servizio di tesoreria dello Stato e l'apertura ai cittadini del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope).

Sono state avviate le attività volte al recepimento delle innovazioni legislative per la semplificazione della fiscalità previste per il 2015 (modello 730 precompilato, certificazione unica, fatturazione elettronica).

Sul versante della comunicazione, nel 2014 il sito della Banca d'Italia è stato completamente rinnovato nella tecnologia, nella grafica e nei contenuti; esso consente una navigazione semplice e intuitiva. Il motore di ricerca, arricchito di nuove funzionalità, conduce alle informazioni desiderate in modo preciso e tempestivo.

La disponibilità dei servizi informatici è risultata superiore al 99,91 per cento, quella del sistema TARGET2 pari al 100 per cento.

Nel campo immobiliare la Banca è impegnata ad assicurare la piena funzionalità e la sicurezza dei propri stabili, a preservare nel tempo il valore del patrimonio immobiliare, nonché a fornire il necessario supporto ai progetti di rinnovamento organizzativo. Nel 2014 sono state realizzate diverse iniziative con il completamento, tra l'altro, di importanti interventi di manutenzione straordinaria di edifici dell'Amministrazione centrale. È stato rivisitato il modello di manutenzione degli edifici della rete territoriale secondo linee volte a elevare i livelli di qualità e di efficienza dell'attività manutentiva. Per quanto concerne le dismissioni del patrimonio immobiliare non più funzionale all'attività dell'Istituto, sono state concluse le trattative per la vendita di sette cespiti, di cui tre alienati nel 2014 e uno nel 2015. Per gli altri tre immobili risultano in fase di perfezionamento gli atti di cessione. Nel corso del 2014 sono proseguite le attività finalizzate ad accrescere ulteriormente la sicurezza sotto il profilo della *business continuity* delle funzioni "critiche" della Banca.

### ***Il controllo economico della gestione***

Il controllo di gestione è la componente del sistema dei controlli posta a presidio dell'economicità e dell'efficienza delle attività svolte dalla Banca. Esso si avvale di una pluralità di strumenti quali il budget degli impegni di spesa, la contabilità analitica, l'analisi costi-benefici e gli indicatori di performance. La contabilità

analitica costituisce anche uno strumento di accountability esterna, consentendo di illustrare le modalità di impiego delle risorse tra le diverse funzioni istituzionali. Le informazioni di contabilità analitica inoltre sono utilizzate per definire le tariffe per i servizi offerti agli utenti privati e ad altre istituzioni, ivi incluse le altre banche centrali dell'Eurosistema.

Nel 2014 è proseguita l'azione di contenimento dei costi sui cui risultati hanno però inciso negativamente gli oneri di natura non ricorrente connessi con l'avvio dell'SSM; nonostante tali oneri, gli impegni di spesa per beni e servizi si sono ridotti dello 0,2 per cento. I risparmi hanno riguardato sia le strutture dell'Amministrazione centrale sia la rete territoriale, composta dalle Filiali e dalle Delegazioni all'estero.

### *Il controllo interno e i rischi operativi*

La struttura di controllo interno della Banca d'Italia si fonda in primo luogo sull'approccio funzionale, per cui ogni unità organizzativa è responsabile della gestione dei propri rischi, dei controlli di pertinenza e dei risultati in termini di efficacia ed efficienza derivanti dalla propria attività. Le varie unità applicano procedure di controllo del rischio operativo nell'ambito delle rispettive aree di responsabilità. A livello aziendale è previsto inoltre un sistema per la gestione integrata di tale rischio, nel cui ambito un apposito Comitato assiste il Direttorio nell'elaborazione delle linee di indirizzo e nella verifica dello stato di attuazione delle stesse.

Con la finalità di rafforzare il sistema dei controlli, l'indipendenza e l'obiettività della funzione di revisione interna, è operativo un Comitato consultivo in materia. Tale Comitato ha funzioni di consulenza e supporto al Consiglio superiore e al Governatore in materia di supervisione del sistema dei controlli interni; fornisce inoltre pareri sulla politica di audit interno e sul relativo piano annuale degli interventi.

Per le questioni di carattere legale, la Banca si avvale di propri avvocati iscritti nell'elenco speciale annesso all'albo professionale. Il rischio fiscale, quello contabile, nonché il rischio inerente all'attività di spesa sono presidiati da apposite strutture.

Al Collegio sindacale spetta il controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale, l'esame del bilancio e la verifica della regolare tenuta della contabilità.

### *Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro*

La Banca persegue da diversi anni l'obiettivo di ridurre l'impatto delle proprie attività sull'ambiente. In questa ottica sono state pianificate e realizzate, anche nel 2014, una serie di iniziative mirate: (a) acquisto, per tutti gli stabili istituzionali, di energia elettrica proveniente unicamente da fonti rinnovabili; (b) installazione di un secondo impianto solare per la produzione di acqua calda sanitaria; (c) ottimizzazione dei due centri di elaborazione dati per ridurre i consumi energetici; (d) dematerializzazione dei flussi documentali interni ed esterni e riduzione dei consumi di carta. Si è provveduto, inoltre, a inserire clausole ambientali e sociali nell'ambito delle principali procedure di gara per l'acquisizione di beni e servizi.

L'impronta ecologica della Banca è monitorata attraverso indicatori quantitativi pubblicati annualmente nel Rapporto ambientale, disponibile sul sito internet dell'Istituto.

In materia di tutela della salute e della sicurezza dei lavoratori, il monitoraggio dei rischi è stato garantito sia attraverso l'analisi delle segnalazioni provenienti dai diversi soggetti del sistema aziendale di sicurezza sul lavoro, sia attraverso il programma annuale dei sopralluoghi svolti presso le Unità della Banca dal Servizio di prevenzione e protezione.

Nel 2014 è stata affinata l'attività di monitoraggio sul corretto adempimento delle funzioni che il Direttore generale, in qualità di datore di lavoro, ha delegato ai Titolari delle Unità organizzative, per focalizzare l'attenzione sugli aspetti più significativi sotto il profilo della sicurezza.

Con l'obiettivo di innalzare ulteriormente i livelli di tutela della salute dei lavoratori, presso lo stabilimento di produzione delle banconote sono state attivate tecnologie innovative che hanno consentito di ridurre l'impatto ambientale del processo produttivo.

**STATO PATRIMONIALE  
E CONTO ECONOMICO**

**al 31 dicembre 2014**

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	NOTE	Importi in unità di euro	
		31.12.2014	31.12.2013
<b>1 ORO E CREDITI IN ORO</b>	[1]	<b>77.864.640.607</b>	<b>68.677.223.308</b>
<b>2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>39.268.754.714</b>	<b>36.833.904.316</b>
2.1 crediti verso l'FMI		11.830.627.785	11.888.283.997
2.2 titoli		25.130.606.429	23.108.784.786
2.3 conti correnti e depositi		1.370.619.023	1.378.219.855
2.4 operazioni temporanee		931.540.881	454.665.413
2.5 altre attività		5.360.596	3.950.265
<b>3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>1.241.162.372</b>	<b>885.693.946</b>
3.1 controparti finanziarie		1.241.162.372	885.693.946
3.1.1 titoli		532.584.926	263.573.477
3.1.2 operazioni temporanee		–	72.511.058
3.1.3 altre attività		708.577.446	549.609.411
3.2 pubbliche amministrazioni		–	–
3.3 altre controparti		–	–
<b>4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>1.515.529.252</b>	<b>1.405.092.784</b>
4.1 crediti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		–	–
4.2 titoli	[4]	1.515.443.919	1.405.057.331
4.3 altri crediti		85.333	35.453
<b>5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>194.521.780.000</b>	<b>235.869.200.000</b>
5.1 operazioni di rifinanziamento principali		25.743.200.000	22.160.000.000
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine		168.778.580.000	213.709.200.000
5.3 operazioni temporanee di fine-tuning		–	–
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale		–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale		–	–
5.6 crediti connessi a richieste di margini		–	–
<b>6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO</b>	[3]	<b>4.958.737.740</b>	<b>9.030.360.601</b>
<b>7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>117.615.085.195</b>	<b>111.529.531.677</b>
7.1 titoli detenuti per finalità di politica monetaria	[2]	35.486.124.342	37.571.581.510
7.2 altri titoli	[4]	82.128.960.853	73.957.950.167
<b>8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE</b>	[4]	<b>14.349.351.206</b>	<b>14.484.463.862</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>30.834.456.509</b>	<b>21.463.585.337</b>
9.1 partecipazione al capitale della BCE		1.332.644.970	1.377.337.333
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE		7.134.236.999	7.218.961.424
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		22.367.574.540	12.867.286.580
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		–	–
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>3.994.693</b>	<b>12.714.869</b>
<b>11 ALTRE ATTIVITÀ</b>	[6]	<b>48.449.634.525</b>	<b>54.215.726.293</b>
11.1 cassa		132.513.029	94.590.561
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	[4]	37.426.146.165	40.033.818.971
11.3 immobilizzazioni immateriali		92.317.311	65.423.437
11.4 immobilizzazioni materiali		2.394.974.673	2.962.900.887
11.5 ratei e risconti		3.795.030.658	5.218.965.124
11.6 imposte differite attive		3.184.080.544	3.695.755.498 (1)
11.7 diverse		1.424.572.145	2.144.271.815
<b>TOTALE</b>		<b>530.623.126.813</b>	<b>554.407.496.993</b>

(1) Riclassificazione delle imposte differite ai fini Ires nel fondo imposte.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 30 marzo 2015

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	NOTE	Importi in unità di euro	
		31.12.2014	31.12.2013
<b>1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE</b>	[7]	<b>164.526.675.300</b>	<b>157.541.040.600</b>
<b>2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>15.436.190.195</b>	<b>20.789.249.743</b>
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)		15.058.190.195	18.392.290.699
2.2 depositi overnight		378.000.000	2.376.959.044
2.3 depositi a tempo determinato		–	20.000.000
2.4 operazioni temporanee di fine-tuning		–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini		–	–
<b>3 ALTRE PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO</b>		–	<b>8.161.000</b>
<b>4 PASSIVITÀ VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[8]	<b>13.928.139.895</b>	<b>33.888.202.906</b>
4.1 Pubblica amministrazione		7.858.663.892	27.116.969.782
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria		7.740.798.545	7.973.293.376
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato		977.175	20.377.620
4.1.3 altre passività		116.888.172	19.123.298.786
4.2 altre controparti		6.069.476.003	6.771.233.124
<b>5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[9]	<b>23.659.295</b>	<b>555.342.893</b>
5.1 debiti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		–	–
5.2 altre passività		23.659.295	555.342.893
<b>6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>386.910.118</b>	<b>401.829.300</b>
6.1 controparti finanziarie		–	–
6.2 pubbliche amministrazioni		386.910.118	401.829.300
6.3 altre controparti		–	–
<b>7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>2.263.777</b>	<b>1.992.549</b>
7.1 depositi e conti correnti		2.263.777	1.992.549
7.2 altre passività		–	–
<b>8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI</b>	[1]	<b>7.841.355.007</b>	<b>7.354.065.166</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>208.576.061.446</b>	<b>228.381.753.593</b>
9.1 passività a fronte dell'emissione di certificati di debito della BCE		–	–
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		–	–
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)		208.576.061.446	228.381.753.593
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>26.781.540</b>	<b>27.146.453</b>
<b>11 ALTRE PASSIVITÀ</b>	[10]	<b>1.456.797.506</b>	<b>1.334.868.589</b>
11.1 vaglia cambiari		117.846.369	104.547.106
11.2 ratei e risconti		2.253.222	7.014.220
11.3 diverse		1.336.697.915	1.223.307.263
<b>12 ACCANTONAMENTI</b>	[11]	<b>7.749.125.060</b>	<b>7.985.672.394</b>
12.1 fondi rischi specifici		970.097.098	1.372.117.869 (1)
12.2 accantonamenti diversi per il personale		6.779.027.962	6.613.554.525
<b>13 CONTI DI RIVALUTAZIONE</b>	[12]	<b>66.200.567.755</b>	<b>54.191.327.073</b>
<b>14 FONDO RISCHI GENERALI</b>	[11]	<b>17.173.675.075</b>	<b>15.373.675.075</b>
<b>15 CAPITALE E RISERVE</b>	[13]	<b>24.296.682.724</b>	<b>23.537.853.745</b>
15.1 capitale sociale		7.500.000.000	7.500.000.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria		9.057.171.803	8.298.342.824
15.3 altre riserve		7.739.510.921	7.739.510.921
<b>16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE</b>		<b>2.998.242.120</b>	<b>3.035.315.914</b>
<b>TOTALE</b>		<b>530.623.126.813</b>	<b>554.407.496.993</b>

(1) Riclassificazione delle imposte differite ai fini Ires nel fondo imposte.

I CONTI D'ORDINE al 31 dicembre 2014 ammontano a **152.790.021.910** euro.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 30 marzo 2015

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## CONTO ECONOMICO

VOCI	NOTE	Importi in unità di euro	
		2014	2013
1.1 Interessi attivi		5.714.978.761	7.151.707.496
1.2 Interessi passivi		-419.039.705	-1.542.634.228
<b>1 Interessi attivi netti</b>	[14]	<b>5.295.939.056</b>	<b>5.609.073.268</b>
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		142.241.862	300.573.762
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-5.637.011	-347.053.063
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito		-1.800.000.000	-2.183.000.000
<b>2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>	[15]	<b>-1.663.395.149</b>	<b>-2.229.479.301</b>
3.1 Tariffe e commissioni attive		26.509.583	29.506.266
3.2 Tariffe e commissioni passive		-12.183.150	-13.132.549
<b>3 Risultato netto da tariffe e commissioni</b>	[16]	<b>14.326.433</b>	<b>16.373.717</b>
<b>4 Rendite da partecipazioni</b>	[17]	<b>181.112.266</b>	<b>320.913.773</b>
<b>5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario</b>	[18]	<b>220.776.562</b>	<b>556.532.173</b>
6.1 Interessi		1.109.745.763	1.118.720.784
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni		187.615.211	197.916.661
6.3 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		649.945.030	794.532.333
6.4 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-90.565.524	-9.408.502
6.5 Altre componenti		33.179.960	32.839.623
<b>6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi</b>	[19]	<b>1.889.920.440</b>	<b>2.134.600.899</b>
<b>7 Altri utilizzi dei fondi</b>		<b>723</b>	<b>831</b>
<b>8 Altre rendite</b>	[20]	<b>93.448.047</b>	<b>77.376.636</b>
<b>TOTALE RENDITE NETTE</b>		<b>6.032.128.378</b>	<b>6.485.391.996</b>
9.1 Stipendi ed emolumenti per il personale in servizio		-609.777.400	-599.069.445
9.2 Oneri previdenziali e assicurativi		-157.454.320	-155.171.228
9.3 Altre spese relative al personale		-45.725.916	-47.146.455
9.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		-275.115.949	-293.348.495
9.5 Adeguamento degli accantonamenti al TQP, contribuzione al FPC e altri oneri		-217.990.444	-63.496.495
9.6 Compensi per organi collegiali centrali e periferici		-3.094.707	-3.009.269
9.7 Spese di amministrazione		-453.412.187	-441.264.460
9.8 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		-150.422.994	-170.354.962
9.9 Costi per servizi di produzione di banconote		-	-
9.10 Altre spese		-34.907.781	-42.222.442
<b>9 Spese e oneri diversi</b>	[21]	<b>-1.947.901.698</b>	<b>-1.815.083.251</b>
<b>10 Altri accantonamenti ai fondi</b>		-	-
11.1 Proventi straordinari		105.867.349	20.854.405
11.2 Oneri straordinari		-33.122.203	-12.245.218
<b>11 Proventi e oneri straordinari</b>	[22]	<b>72.745.146</b>	<b>8.609.187</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>		<b>4.156.971.826</b>	<b>4.678.917.932</b>
<b>12 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</b>	[23]	<b>-1.158.729.706</b>	<b>-1.643.602.018</b>
<b>UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO</b>		<b>2.998.242.120</b>	<b>3.035.315.914</b>

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 30 marzo 2015

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO



## **NOTA INTEGRATIVA**



## *Principi, criteri e schemi di bilancio*

*Principi di redazione del bilancio.* – Il bilancio della Banca d'Italia è redatto in conformità a norme speciali; per quanto da queste non disciplinato, si osservano le norme del Codice civile, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'articolo 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43 (adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali). Esso stabilisce che «nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, anche in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni adottate dalla BCE ai sensi dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC e alle raccomandazioni dalla stessa formulate in materia. I bilanci compilati in conformità del presente comma, con particolare riguardo ai criteri di redazione adottati, assumono rilevanza anche agli effetti tributari». Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi), come modificato dal decreto legislativo 18 novembre 2005, n. 247.

Le norme speciali emanate dalla BCE sono riportate nell'atto di indirizzo 11 novembre 2010, n. 20 (in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9 febbraio 2011) e successive modificazioni contenente disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio.

Avvalendosi delle facoltà riconosciute dall'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, la Banca applica a tutti gli effetti le norme contabili obbligatorie e le raccomandazioni emanate dalla BCE, incluse quelle riguardanti gli schemi di conto economico in forma scalare e di stato patrimoniale. Quest'ultimo è analogo al modello della situazione mensile dei conti approvato, ai sensi del 2° comma dell'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, dal Ministro dell'Economia e delle finanze;

- dallo Statuto della Banca (approvato con decreto del Presidente della Repubblica 27 dicembre 2013), che stabilisce i principi e le modalità di ripartizione dell'utile netto e di formazione di fondi e riserve.

Ai fini della redazione del bilancio, il complesso delle norme sopra richiamate è integrato dalle seguenti disposizioni:

- decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127 (attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69) e successive modificazioni e integrazioni;
- decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87 (attuazione della direttiva n. 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva n. 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi e istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro) e successive modificazioni e integrazioni;

- articolo 65 (operazioni sui titoli di Stato) della legge 27 dicembre 2002, n. 289, come modificato dal decreto legge 30 settembre 2005, n. 203, convertito dalla legge 2 dicembre 2005, n. 248.

*Principali novità relative al bilancio dell'esercizio 2014.* – Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i titoli attualmente detenuti per finalità di politica monetaria siano valutati al costo ammortizzato soggetto a *impairment*, a prescindere dall'intenzione di detenerli fino alla scadenza, alla quale il criterio di contabilizzazione si ispirava in precedenza. Il nuovo approccio non ha comunque richiesto alcuna rettifica, per fini comparativi, ai dati del precedente esercizio in quanto tali titoli erano già valutati al costo ammortizzato soggetto a *impairment*.

*Criteri contabili e di valutazione.* – I criteri contabili e di valutazione delle principali poste di bilancio per l'esercizio 2014 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

#### ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI E PARTECIPAZIONI

##### *Oro e attività/passività in valuta*

- le consistenze, incluse quelle rappresentate da titoli in valuta, sono valorizzate applicando, per ciascuna valuta e per l'oro, il criterio del “costo medio netto giornaliero”, determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE che richiedono di tener conto anche degli acquisti netti di valuta contrattati nell'esercizio ma regolati in quello successivo;
- l'oro e le attività/passività in valuta sono valutati al prezzo del metallo e ai tassi di cambio di fine esercizio comunicati dalla BCE. Le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione, mentre le minusvalenze sono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni rilevate sulle medesime valute e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico.

##### *Titoli e partecipazioni*

- le consistenze sono valorizzate, per ciascuna tipologia, in base al criterio del “costo medio giornaliero”, determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE. Per i titoli obbligazionari si tiene conto della quota del *premium/discount* che, per quelli in valuta, è rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio è effettuata:
  - 1) per i titoli detenuti per finalità di politica monetaria al costo ammortizzato soggetto a *impairment* (verifica di riduzione durevole di valore riferibile alla posizione dell'emittente);
  - 2) per gli altri titoli:
    - a) se detenuti sino alla scadenza, al costo ammortizzato soggetto a *impairment*;
    - b) se non detenuti sino alla scadenza:
      - i) per i titoli azionari, gli *exchange-traded funds* (ETF) e le obbligazioni negoziabili, al valore di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; per le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione. Le plusvalenze non realizzate sono appostate nei conti di rivaluta-

zione; le minusvalenze sono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;

- ii) per i titoli obbligazionari non negoziabili, al costo ammortizzato soggetto a *impairment*;
  - iii) per i titoli azionari non negoziabili e per le quote di partecipazione non rappresentate da azioni, al costo soggetto a *impairment*;
- 3) nel caso di partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono investimenti permanenti, al costo soggetto a *impairment*. La partecipazione al capitale della BCE è valutata al costo. Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127 del 1991.

I titoli denominati in valuta, inclusi gli ETF e le quote di OICR, iscritti nella sottovoce patrimoniale *attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi* non concorrono alla formazione della posizione netta complessiva in valuta, ma costituiscono una posizione separata.

I dividendi sono rilevati per cassa.

#### *IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI*

##### *Immobili*

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative, maggiorato delle rivalutazioni effettuate a norma di legge. Le quote di ammortamento relative ai fabbricati strumentali per uso istituzionale e a quelli “oggettivamente strumentali” – in quanto non suscettibili di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni – ivi inclusi quelli a garanzia del TQP, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo. I terreni non sono ammortizzati.

Gli immobili destinati alla vendita e quelli non più utilizzati o non più utilizzabili per finalità funzionali non sono ammortizzati e sono valutati al minore tra il valore netto contabile e il valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato.

##### *Mobili e impianti*

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento sono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).

Sia per gli immobili sia per i mobili e gli impianti l'ammortamento ha inizio nel trimestre successivo a quello dell'acquisto del bene.

#### *IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI*

Le procedure, gli studi e le progettazioni in corso e gli acconti sugli stessi sono iscritti al costo di acquisto o al costo di produzione direttamente imputabile. Le procedure, gli studi e le progettazioni completati sono ammortizzati in base a coefficienti ritenuti congrui con la residua possibilità di utilizzo.

Il software in licenza d'uso è iscritto al costo d'acquisto e ammortizzato con quote costanti in base al periodo di utilizzo contrattualmente stabilito ovvero, per le licenze d'uso concesse a tempo indeterminato o per periodi eccezionalmente lunghi, alla presumibile durata di utilizzo del software.

I costi per la realizzazione e l'ampliamento di reti di comunicazione nonché per contributi una tantum previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi.

I costi per l'esecuzione di lavori di tipo incrementativo sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non sono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

#### *RATEI E RISCONTI*

I ratei attivi e passivi accolgono quote di ricavi o di costi di competenza che avranno manifestazione finanziaria negli esercizi successivi. I risconti attivi e passivi rappresentano quote di costi o di ricavi di competenza di esercizi futuri che hanno già avuto manifestazione finanziaria. I ratei di interesse riferiti alle attività e passività finanziarie in valuta sono calcolati e rilevati giornalmente con effetto sulla posizione netta in valuta.

#### *BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE*

La BCE e le BCN dell'area dell'euro, che insieme compongono l'Eurosistema, emettono le banconote in euro (decisione BCE 13 dicembre 2010, n. 29 sulla emissione delle banconote in euro, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9.2.2011 e successive modificazioni).

Con riferimento all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese, l'ammontare complessivo delle banconote in euro in circolazione è redistribuito nell'Eurosistema sulla base dei criteri di seguito indicati.

Alla BCE è attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento è attribuito a ciascuna BCN in misura proporzionale alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE (quota capitale). La quota di banconote attribuita a ciascuna BCN è rappresentata nella voce di stato patrimoniale *banconote in circolazione*. Sulla base della quota di allocazione, la differenza tra l'ammontare delle banconote attribuito a ciascuna BCN e quello delle banconote effettivamente messe in circolazione dalla BCN considerata dà origine a saldi intra Eurosistema remunerati. Dall'anno del cash changeover di ogni Stato membro che ha adottato l'euro e per i successivi cinque anni, i saldi intra Eurosistema derivanti dall'allocazione delle banconote sono rettificati al fine di evitare un impatto eccessivo sulle situazioni reddituali delle BCN rispetto agli anni precedenti. Le correzioni sono apportate sulla base della differenza tra l'ammontare medio della circolazione di ciascuna BCN nel periodo di riferimento stabilito dalla normativa e l'ammontare medio della circolazione che sarebbe risultato

nello stesso periodo, applicando il meccanismo di allocazione basato sulle quote capitale. Gli aggiustamenti sono ridotti anno per anno per cinque esercizi a partire dal cash changeover, dopodiché il reddito relativo alle banconote è integralmente redistribuito in proporzione alla quota capitale (decisione della BCE 25 novembre 2010, n. 23, sulla distribuzione del reddito monetario delle BCN degli Stati membri partecipanti all'area dell'euro, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9.2.2011 e successive modificazioni). Gli aggiustamenti in essere nell'anno 2014 derivano dall'ingresso nell'Eurosistema delle Banche centrali di Estonia (2011) e di Lettonia (2014) e termineranno, rispettivamente, alla fine del 2016 e del 2019. Con il 2014 sono terminati gli aggiustamenti derivanti dall'ingresso della Banca centrale di Slovacchia (2009).

Gli interessi attivi e passivi maturati sui saldi intra Eurosistema sono regolati attraverso i conti con la BCE e inclusi nella voce di conto economico *interessi attivi netti*.

Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il reddito della BCE derivante dal signoraggio sulla quota dell'8 per cento delle banconote a essa attribuita e dai titoli detenuti nell'ambito dell'SMP, dell'ABSPP e del CBPP3 venga riconosciuto alle BCN per intero con riferimento all'esercizio in cui è maturato e distribuito nel mese di gennaio dell'anno seguente, ovvero successivamente, sotto forma di distribuzione provvisoria di utili (decisione della BCE 15 dicembre 2014, n. 57, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 53 del 25.2.2015). La distribuzione provvisoria di utili della BCE è rilevata per competenza nell'esercizio cui il reddito si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi. Il reddito derivante dal signoraggio e dai titoli detenuti nell'ambito dei suddetti programmi è distribuito per intero, a meno che il profitto netto della BCE dell'anno considerato sia inferiore a tale reddito ovvero che il Consiglio decida di accantonarlo, in tutto o in parte, a un fondo destinato a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse, di credito e di prezzo dell'oro.

Il Consiglio direttivo della BCE può inoltre decidere di ridurre il reddito da signoraggio da distribuire per l'ammontare delle spese sostenute in relazione all'emissione e alla gestione operativa delle banconote.

L'ammontare distribuito alle BCN è esposto nel conto economico alla voce *rendite da partecipazioni*.

#### *RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO*

I saldi intra Eurosistema sono riconducibili principalmente ai pagamenti transfrontalieri in euro interni alla UE regolati in moneta di banca centrale. Tali operazioni, disposte per la maggior parte da soggetti privati, sono regolate in TARGET2 (il sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) e danno origine a saldi bilaterali nei conti TARGET2 delle banche centrali degli Stati membri della UE. Questi saldi sono compensati con la BCE su base giornaliera, determinando per ogni BCN un'unica posizione bilaterale netta verso la BCE. Il saldo interno all'Eurosistema nei confronti della BCE derivante da TARGET2, nonché gli altri saldi interni all'Eurosistema denominati in euro, fra cui quello derivante dalla distribuzione provvisoria dell'utile della BCE alle BCN e dal risultato della redistribuzione del reddito monetario, sono esposti nello stato patrimoniale in un'unica posizione netta: se attiva, alla voce *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*; se passiva, alla voce *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)*.



Il saldo complessivo netto intra Eurosystema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosystema.

I saldi attivi intra Eurosystema derivanti dalla sottoscrizione del capitale della BCE e dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE stessa sono ricompresi rispettivamente nelle voci *partecipazione al capitale della BCE* e *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*.

#### *FONDI RISCHI*

Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità.

Il fondo rischi generali (art. 41.2 dello Statuto) fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.

La stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli è effettuata con l'ausilio di metodologie sviluppate nell'ambito dell'Eurosystema, avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione.

#### *FONDO IMPOSTE*

Il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale; include inoltre le passività per imposte differite ai fini Ires e IRAP ed eventuali oneri che possono derivare da accertamenti e contenziosi tributari.

#### *ACCANTONAMENTI DIVERSI PER IL PERSONALE*

- gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale assunto prima del 28 aprile 1993 sono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;
- il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;
- gli accantonamenti relativi agli oneri per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto sono iscritti per gli importi determinati sulla base degli oneri previsti;
- il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati è alimentato secondo quanto previsto dall'articolo 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;
- gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.

Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. *Altre voci dell'attivo e del passivo*).

#### ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

I crediti sono iscritti al valore nominale salvo eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla controparte.

I costi sostenuti per la produzione delle banconote non concorrono alla valorizzazione delle giacenze di magazzino in base alla raccomandazione BCE/1999/NP7, emanata dal Consiglio direttivo della BCE.

Le attività per imposte anticipate e le passività per imposte differite sono iscritte sulla base del presumibile effetto fiscale che si manifesterà nei futuri esercizi. Tra le attività per imposte anticipate sono comprese quelle originate dall'applicazione dell'art. 65, 2° comma, della legge 289 del 2002, come modificato dal DL 203 del 2005, convertito dalla legge 248 del 2005.

Nell'ambito delle voci *altre attività e altre passività* sono esposte le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo Fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione è effettuata al valore di mercato di fine periodo. Le conseguenti plus/minusvalenze costituiscono componenti reddituali che, alla stregua delle altre risultanze economiche della gestione, modificano direttamente il patrimonio del Fondo.

Le operazioni di prestito titoli sono rilevate nello stato patrimoniale solo qualora la garanzia sia fornita in forma di contante accreditato su un conto della stessa banca centrale.

Le altre componenti residuali sono esposte al valore nominale ovvero al costo in relazione alla loro natura.

#### OPERAZIONI FUORI BILANCIO E CONTI D'ORDINE

Le operazioni a termine in cambi, la componente a termine delle operazioni di swap su valute e gli altri strumenti finanziari che comportano uno scambio di valute a una data futura sono ricompresi nelle posizioni nette in valuta in essere alla data di regolamento a pronti.

##### *Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta*

- gli acquisti e le vendite a termine sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi;
- le vendite a termine delle valute che compongono il paniere dei DSP, effettuate per finalità di copertura della posizione in DSP, sono trattate congiuntamente a quest'ultima e pertanto non influenzano le posizioni nette detenute nelle singole valute.

##### *Contratti swap su valute*

- gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.

All'atto del regolamento delle operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta e di quelle relative a contratti swap su valute, le evidenze nei conti d'ordine vengono chiuse e sono interessate le pertinenti voci patrimoniali.

#### *Contratti futures*

- sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al valore nozionale e se denominati in valuta espressi a fine esercizio al cambio comunicato dalla BCE. I margini iniziali, se costituiti da contante, sono rilevati nello stato patrimoniale come crediti; 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 se denominati in valuta.

#### *Altre fattispecie iscritte nei conti d'ordine*

- i titoli di terzi in euro in deposito sono esposti al valore nominale; le azioni per quantità; le altre fattispecie al valore facciale o al valore convenzionale;
- gli impegni per operazioni in valuta sono esposti al cambio contrattato. L'evidenza è chiusa al momento del regolamento;
- le altre poste in valuta sono convertite al cambio di fine esercizio comunicato dalla BCE.

### **Commento alle voci dello stato patrimoniale**

Le voci riferite a *Oro, attività e passività in valuta, Operazioni di politica monetaria e Portafoglio titoli* sono aggregate in funzione delle finalità ovvero della tipologia. Per le restanti voci il commento segue l'ordine dello schema di stato patrimoniale.

## **[1] Oro, attività e passività in valuta**

**Tavola 16.6**

<b>Oro, attività e passività in valuta</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
<b>Oro (voce 1)</b>	<b>77.864.641</b>	<b>68.677.223</b>	<b>9.187.418</b>
<b>Attività nette in valuta</b>	<b>32.279.388</b>	<b>29.961.710</b>	<b>2.317.678</b>
<b>Attività in valuta</b>	<b>40.509.917</b>	<b>37.719.597</b>	<b>2.790.320</b>
crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	11.830.628	11.888.284	-57.656
titoli (sottovoci 2.2 e 3.1.1)	25.663.191	23.372.358	2.290.833
conti correnti e depositi (sottovoci 2.3 e 3.1.3)	2.079.196	1.927.829	151.367
operazioni temporanee (sottovoci 2.4 e 3.1.2)	931.541	527.176	404.365
altre attività (sottovoce 2.5)	5.361	3.950	1.411
<b>Passività in valuta</b>	<b>8.230.529</b>	<b>7.757.887</b>	<b>472.642</b>
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	7.841.355	7.354.065	487.290
anticipi dalle Pubbliche amministrazioni (sottovoce 6.2)	386.910	401.829	-14.919
conti correnti e depositi (sottovoce 7.1)	2.264	1.993	271

Il valore dell'oro era pari alla fine del 2014 a 77.865 milioni di euro. L'aumento di 9.187 milioni registrato rispetto alla fine dell'esercizio precedente è dovuto esclusivamente alla migliore quotazione del metallo; la consistenza è rimasta invariata a 79 milioni di onces, pari a 2.452 tonnellate<sup>2</sup>. Per effetto dell'apprezzamento dei cambi delle principali valute rispetto all'euro, in particolare del dollaro statunitense, è cresciuto anche il valore delle attività nette in valuta, passate da 29.962 a 32.279 milioni<sup>3</sup>.

Alla fine dell'esercizio, rispetto al 2013, sono emerse plusvalenze non realizzate, imputate ai conti di rivalutazione, sull'oro (9.187 milioni), sui dollari (2.246 milioni), sulle sterline inglesi (216 milioni), sui DSP (139 milioni), sui dollari australiani (50 milioni) e sui renminbi cinesi (10 milioni)<sup>4</sup>. Sono invece emerse minusvalenze, che hanno trovato interamente copertura nei corrispondenti conti di rivalutazione, sugli yen (14 milioni). Dopo le predette variazioni, alla fine del 2014 i conti di rivalutazione da cambio ammontavano a 62.453 milioni, di cui 58.444 riferiti all'oro, 2.779 al dollaro, 567 alle sterline inglesi, 402 allo yen, 201 ai DSP inclusa la valutazione delle relative operazioni di copertura, 50 ai dollari australiani e 10 ai renminbi cinesi (cfr. *Conti di rivalutazione*).

Tavola 16.7

<b>Rapporti con il Fondo monetario internazionale</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
<b>Attivo</b>			
<b>Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)</b>	<b>11.830.628</b>	<b>11.888.284</b>	<b>-57.656</b>
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo	1.724.664	2.252.202	-527.538
<i>partecipazione</i>	9.398.833	8.814.756	584.077
<i>disponibilità del Fondo</i>	-7.674.169	-6.562.554	-1.111.615
b) Partecipazione al PRGT	860.007	807.677	52.330
c) Partecipazione ai NAB	1.935.712	1.977.853	-42.141
d) Diritti speciali di prelievo	7.310.245	6.850.552	459.693
<b>Passivo</b>			
<b>Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)</b>	<b>7.841.355</b>	<b>7.354.065</b>	<b>487.290</b>

I crediti verso l'FMI sono diminuiti di 58 milioni, pur considerando il positivo effetto dell'apprezzamento dei DSP rispetto all'euro. La variazione è dovuta all'aumento delle disponibilità del Fondo per i reintegri da parte dei paesi debitori (cfr. riquadro: *L'FMI nel bilancio della Banca d'Italia*).

<sup>2</sup> Le riserve auree sono state valutate al prezzo di mercato della fine dell'esercizio, espresso in euro per oncia di fino; tale prezzo è stato ottenuto dalla quotazione dell'oro in dollari stabilita al fixing di Londra del 31 dicembre 2014, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2013 il prezzo dell'oro è aumentato del 13,38 per cento (da 871,22 a 987,77 euro per oncia).

<sup>3</sup> I tassi di cambio delle principali valute estere hanno evidenziato rispetto alla fine del precedente esercizio, l'apprezzamento del dollaro statunitense (da 1,3791 a 1,2141 dollari per euro), della sterlina inglese (da 0,8337 a 0,7789), del dollaro australiano (da 1,5423 a 1,4829) e dei diritti speciali di prelievo (da 1,1183 a 1,1924 euro per DSP). Si è invece lievemente deprezzato lo yen (da 144,72 a 145,23).

<sup>4</sup> Gli acquisti di renminbi cinesi sono iniziati nel 2014.

## L'FMI NEL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

La posizione del Paese nei confronti dell'FMI è rappresentata nel bilancio della Banca d'Italia conformemente agli accordi stipulati attraverso una convenzione con il Ministero dell'Economia e delle finanze. Nel dettaglio:

- a) la posizione netta dell'Italia verso il Fondo (reserve tranche position, sottoscritta in oro, DSP e in valuta nazionale), pari a 1.725 milioni alla fine del 2014, è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell'Italia (9.399 milioni, corrispondenti a 7.882 milioni di DSP) e le disponibilità del Fondo depositate nel conto intestato allo stesso organismo (7.674 milioni, corrispondenti a 6.436 milioni di DSP) alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta nel tempo in valuta nazionale;
- b) la partecipazione al fondo per l'erogazione di prestiti a paesi a basso reddito (Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT), pari a 860 milioni (721 milioni di DSP), è finalizzata alla concessione di prestiti a lungo termine a condizioni agevolate a Stati con squilibri strutturali di bilancia dei pagamenti;
- c) i prestiti erogati al Fondo da parte dell'Istituto per conto dello Stato italiano (NAB), pari a 1.936 milioni (1.623 milioni di DSP), sono finalizzati a rafforzare la capacità di prestito dell'FMI per fronteggiare la crisi finanziaria;
- d) i DSP sono stati assegnati dal Fondo, a partire dal 1969, in proporzione alla quota di partecipazione dell'Italia. Le ultime assegnazioni, avvenute nel 2009, avevano portato il totale assegnato all'Italia a 6.576 milioni di DSP. In relazione ai successivi utilizzi le disponibilità in DSP erano pari alla fine del 2014 a 6.131 milioni di DSP, per un controvalore in euro di 7.310 milioni.

Per l'ammontare di 6.576 milioni di DSP è iscritta, nei confronti del Fondo, una passività alla voce *assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)*, il cui controvalore in euro ammontava alla fine dell'esercizio a 7.841 milioni.

I titoli in valuta, non contabilizzati come detenuti fino alla scadenza, sono rappresentati in gran parte da obbligazioni emesse da Amministrazioni pubbliche estere e organismi internazionali e sono costituiti da titoli denominati per il 70 per cento in dollari statunitensi, per il 14 per cento in yen, per l'11 per cento in sterline inglesi e per il 5 per cento in dollari australiani.

Le altre attività in valuta (sottovoci 2.3, 2.4, 2.5, 3.1.2 e 3.1.3), denominate principalmente in dollari, sono composte da depositi a termine (1.278 milioni), conti correnti (803 milioni), operazioni temporanee (931 milioni) e banconote estere (4 milioni).

Tra le altre passività in valuta, anch'esse denominate essenzialmente in dollari, rilevano, in particolare, le posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni (387 milioni, sottovoce 6.2) a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in valuta verso l'estero.

Tavola 16.8

<b>Titoli in valuta - movimenti</b> (migliaia di euro)				
VOCI	Non residenti nell'area euro (sottovoce 2.2)		Residenti nell'area euro (sottovoce 3.1.1)	Totale
	Obbligazionari	OICR	Obbligazionari	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>22.953.377</b>	<b>155.408</b>	<b>263.573</b>	<b>23.372.358</b>
<b>Aumenti</b>	<b>32.614.326</b>	<b>107.193</b>	<b>485.594</b>	<b>33.207.113</b>
Acquisti	30.372.609	73.009	422.707	30.868.325
Utili netti	43.455	–	74	43.529
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	89.475	5.894	–	95.369
Rivalutazioni nette da cambio (1)	2.108.787	28.290	62.813	2.199.890
<b>Diminuzioni</b>	<b>-30.699.698</b>	<b>–</b>	<b>-216.582</b>	<b>-30.916.280</b>
Vendite e rimborsi	-30.570.694	–	-212.389	-30.783.083
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	–	–	-425	-425
Premi e sconti	-123.784	–	-3.413	-127.197
Svalutazioni da prezzo (2)	-5.220	–	-355	-5.575
<b>Consistenze finali</b>	<b>24.868.005</b>	<b>262.601</b>	<b>532.585</b>	<b>25.663.191</b>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

## [2] Operazioni di politica monetaria

Nella tavola 16.9 sono riportate le consistenze in essere alla fine dell'esercizio delle operazioni effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

L'ammontare complessivo delle operazioni di rifinanziamento si è ridotto; la variazione è dovuta ai rimborsi anticipati effettuati dalle istituzioni creditizie sulle assegnazioni triennali della fine del 2011 e dell'inizio del 2012. Con riguardo alla composizione, resta comunque preponderante il rifinanziamento a più lungo termine sia per le menzionate assegnazioni triennali – ancora in essere alla fine dell'anno per 87 miliardi – sia per le nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) condotte, nei mesi di settembre e di dicembre del 2014, per complessivi 57 miliardi.

Le *operazioni di rifinanziamento principali* evidenziano un aumento sia nel dato di fine esercizio sia nella consistenza media, passata da 5.250 a 11.253 milioni. Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* presentano diminuzioni sia del valore di fine esercizio sia del valore medio dell'anno, quest'ultimo sceso da 247.078 a 178.707 milioni, per effetto dei citati rimborsi anticipati sugli importi assegnati con le due aste triennali, solo in parte compensati dalle nuove TLTRO. Le *operazioni di rifinanziamento marginale*, non presenti alla fine dei due esercizi considerati, si sono ridotte in media annua da 27 a 2 milioni. Nel 2014 non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di fine-tuning* e a *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

Tavola 16.9

Operazioni di politica monetaria (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
<b>Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5) (1)</b>			
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	25.743.200	22.160.000	3.583.200
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	168.778.580	213.709.200	-44.930.620
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	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>194.521.780</b>	<b>235.869.200</b>	<b>-41.347.420</b>
<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1)</b>			
	<b>35.486.124</b>	<b>37.571.582</b>	<b>-2.085.458</b>
<b>Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)</b>			
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	15.058.190	18.392.291	-3.334.101
2.2 depositi overnight	378.000	2.376.959	-1.998.959
2.3 depositi a tempo determinato	–	20.000	-20.000
2.4 operazioni temporanee di fine-tuning	–	–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>15.436.190</b>	<b>20.789.250</b>	<b>-5.353.060</b>

(1) Le garanzie sulle operazioni di rifinanziamento a istituzioni creditizie ammontano al 31 dicembre 2014 a 343,8 miliardi di euro.

Dal lato del passivo, i conti detenuti dagli istituti di credito, che includono anche i depositi versati in conformità con la disciplina della riserva obbligatoria sulla raccolta, risultano in diminuzione sia sul dato di fine periodo sia sulla consistenza media, passata da 25.804 a 17.590 milioni. Anche i *depositi overnight* risultano in forte diminuzione nel dato puntuale e nel valore medio, passato da 1.280 a 147 milioni. Alla flessione ha contribuito l'applicazione dei tassi negativi a partire da giugno 2014. Analogamente i *depositi a tempo determinato* si sono azzerati a fine 2014 e il valore medio si è ridotto da 2.271 a 1.620 milioni. Nel 2014 non sono state attivate *operazioni temporanee di fine-tuning*.

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono costituiti dai covered bond acquistati nell'ambito dei tre programmi deliberati dal Consiglio direttivo della BCE, l'ultimo dei quali avviato nell'ottobre del 2014, nonché dai titoli di Stato emessi da alcuni paesi dell'area dell'euro acquistati in relazione all'SMP. Nel 2014 sono giunti a scadenza covered bond dei primi due programmi per complessivi 1.507 milioni e titoli di Stato per complessivi 5.489 milioni.

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria sono valutati al costo ammortizzato soggetto a *impairment*. Le verifiche di fine esercizio effettuate a livello di Eurosystema non hanno evidenziato riduzioni durevoli di valore; se i titoli fossero valutati ai prezzi di mercato della fine dell'anno, il valore del portafoglio a tale data sarebbe pari a 39 miliardi.



Tavola 16.10

<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Titoli obbligazionari (1)				Totale
	Covered bond (1° programma)	Covered bond (2° programma)	Covered bond (3° programma)	Titoli di Stato (SMP)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>6.693.189</b>	<b>2.257.440</b>	–	<b>28.620.953</b>	<b>37.571.582</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>873</b>	<b>4.662.809</b>	<b>271.341</b>	<b>4.935.023</b>
Acquisti	–	–	4.662.809	–	4.662.809
Premi e sconti netti	–	873	–	271.341	272.214
<b>Diminuzioni</b>	<b>-1.297.605</b>	<b>-223.500</b>	<b>-10.376</b>	<b>-5.489.000</b>	<b>-7.020.481</b>
Vendite e rimborsi	-1.283.700	-223.500	–	-5.489.000	-6.996.200
Premi e sconti netti	-13.905	–	-10.376	–	-24.281
<b>Consistenze finali</b>	<b>5.395.584</b>	<b>2.034.813</b>	<b>4.652.433</b>	<b>23.403.294</b>	<b>35.486.124</b>

(1) I primi due programmi di acquisto di covered bond sono stati deliberati nel 2009 e nel 2011 e sono terminati rispettivamente nel 2010 e nel 2012; il terzo programma è stato deliberato nel mese di settembre 2014 e sarà attivo per almeno per due anni. L'SMP è stato deliberato nel 2010 e concluso nel 2012.

Tavola 16.11

<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1) - confronto con il valore di mercato</b> (migliaia di euro)						
VOCI	31.12.2014		31.12.2013		Variazioni	
	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato	Costo ammortizzato	Valore di mercato
Covered bond (1° programma)	5.395.584	5.762.922	6.693.189	6.986.396	-1.297.605	-1.223.474
Covered bond (2° programma)	2.034.813	2.211.015	2.257.440	2.380.708	-222.627	-169.693
Covered bond (3° programma)	4.652.433	4.656.574	–	–	4.652.433	4.656.574
Titoli di Stato (SMP)	23.403.294	26.491.635	28.620.953	30.662.876	-5.217.659	-4.171.241
<b>Totale</b>	<b>35.486.124</b>	<b>39.122.146</b>	<b>37.571.582</b>	<b>40.029.980</b>	<b>-2.085.458</b>	<b>-907.834</b>

Riguardo alla rischiosità delle operazioni di politica monetaria, in conformità con l'articolo 32.4 dello Statuto del SEBC, le eventuali perdite sulle operazioni di rifinanziamento possono essere ripartite tra le BCN, su decisione del Consiglio direttivo della BCE, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE. In presenza di garanzie accettate discrezionalmente dalle singole BCN dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso di derogare al principio di condivisione dei rischi. Per quanto riguarda i titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e del CBPP3, il Consiglio direttivo ha già stabilito che le eventuali perdite siano condivise a livello di Eurosistema. Alla fine del 2014 il totale delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema ammontava a 630.341 milioni (752.288 nel 2013); i titoli acquistati dalle BCN nell'ambito dell'SMP e del CBPP3 erano pari a 161.496 milioni (165.845 nel 2013 per il solo SMP).

### [3] Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro

La voce 6 dell'attivo, pari a 4.959 milioni (9.030 nel 2013), si riferisce principalmente a operazioni temporanee in euro (4.805 milioni) connesse con lo svolgimento dell'Eurosystem Reserve Management Services (ERMS)<sup>5</sup>. La voce include inoltre le disponibilità relative alla gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro all'estero per conto delle Pubbliche amministrazioni (129 milioni) e altre disponibilità in euro (25 milioni). La riduzione della consistenza della voce è in parte dovuta al completo rimborso delle operazioni di sostegno della liquidità verso controparti nazionali effettuate al di fuori di quelle di politica monetaria dell'Eurosistema; tali operazioni ammontavano alla fine del 2013 a 3.470 milioni.

### [4] Portafoglio titoli

Tavola 16.12

Portafoglio titoli (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni	
<b>A. TITOLI IN EURO (sottovoci 4.2 e 7.2 e voce 8)</b>				
<b>1. Titoli detenuti sino alla scadenza</b>	<b>87.628.845</b>	<b>81.260.623</b>	<b>6.368.222</b>	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	71.516.784	65.111.088	6.405.696	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	1.762.710	1.665.071	97.639	
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	14.349.351	14.484.464	-135.113	
<b>2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza</b>	<b>10.364.911</b>	<b>8.586.848</b>	<b>1.778.063</b>	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	9.490.622	7.856.620	1.634.002	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	874.289	730.228	144.061	
<b>Totale A</b>	<b>97.993.756</b>	<b>89.847.471</b>	<b>8.146.285</b>	
<b>B. TITOLI IN EURO E IN VALUTA A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI (sottovoce 11.2)</b>				
<b>1. Titoli detenuti sino alla scadenza e altri investimenti permanenti</b>	<b>28.298.788</b>	<b>30.632.207</b>	<b>-2.333.419</b>	
a) di Stato	27.169.921	29.911.468	-2.741.547	
b) altre obbligazioni	545.086	558.181	-13.095	
c) azioni e partecipazioni	583.781	162.558	421.223	
- di società ed enti controllati	526.823	105.600	421.223	
- di altre società ed enti	2.410	2.410	-	
- di altre società ed enti in valuta	54.548	54.548	-	
<b>2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza e da altri investimenti permanenti</b>	<b>9.127.358</b>	<b>9.401.612</b>	<b>-274.254</b>	
a) di Stato	16.817	16.230	587	
b) azioni e partecipazioni	6.123.620	6.083.472	40.148	
- di società ed enti controllati	-	122.343	-122.343	
- di altre società ed enti	6.123.620	5.961.129	162.491	
c) ETF e quote di OICR	2.986.921	3.301.910	-314.989	
- di cui: in valuta	997.124	962.560	34.564	
<b>Totale B</b>	<b>37.426.146</b>	<b>40.033.819</b>	<b>-2.607.673</b>	
<b>Totale (A+B)</b>	<b>135.419.902</b>	<b>129.881.290</b>	<b>5.538.612</b>	

<sup>5</sup> Le BCN dell'Eurosistema possono offrire, secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, servizi di gestione delle riserve in euro (ERMS) a banche centrali e organismi governativi di paesi che non hanno adottato tale valuta, nonché a organismi internazionali.

I titoli dell'aggregato A sono costituiti esclusivamente da obbligazioni in euro e sono esposti:

- nella sottovoce 4.2 (*Crediti verso non residenti nell'area euro – titoli*) che include prevalentemente obbligazioni emesse da organismi internazionali;
- nella sottovoce 7.2 (*Titoli emessi da residenti nell'area euro – altri titoli*), costituita principalmente da titoli di Stato italiani e da titoli emessi da altri Stati membri dell'area dell'euro;
- nella voce 8 (*Crediti verso la Pubblica amministrazione*) che comprende i titoli di Stato italiani assegnati all'Istituto in seguito al concambio ex lege 289 del 2002 e quelli rivenienti dalle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

Tavola 16.13

<b>A. Titoli in euro - movimenti</b> (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari					Totale
	detenuti sino alla scadenza			diversi da quelli detenuti sino alla scadenza		
	(sottovoce 4.2)	(sottovoce 7.2)	(voce 8)	(sottovoce 4.2)	(sottovoce 7.2)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>1.119.102</b>	<b>65.657.057</b>	<b>14.484.464</b>	<b>285.955</b>	<b>8.300.893</b>	<b>89.847.471</b>
<b>Aumenti</b>	<b>51.622</b>	<b>14.143.862</b>	<b>–</b>	<b>182.067</b>	<b>3.081.085</b>	<b>17.458.636</b>
Acquisti	51.622	14.143.862	–	161.831	2.806.899	17.164.214
Utili netti	–	–	–	2.530	3.735	6.265
Rivalutazioni nette (1)	–	–	–	17.706	270.451	288.157
<b>Diminuzioni</b>	<b>-14.009</b>	<b>-7.678.140</b>	<b>-135.113</b>	<b>-109.293</b>	<b>-1.375.796</b>	<b>-9.312.351</b>
Vendite e rimborsi	–	-7.303.238	-49.878	-104.220	-1.319.184	-8.776.520
Trasferimenti	–	-2.907	–	–	–	-2.907
Premi e sconti netti	-14.009	-371.995	-85.235	-5.070	-56.612	-532.921
Svalutazioni (2)	–	–	–	-3	–	-3
<b>Consistenze finali</b>	<b>1.156.715</b>	<b>72.122.779</b>	<b>14.349.351</b>	<b>358.729</b>	<b>10.006.182</b>	<b>97.993.756</b>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

I titoli dell'aggregato B sono denominati in euro e, in minima parte, in valuta. L'aggregato è composto per il 74 per cento da titoli obbligazionari e per il 26 per cento da azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR<sup>6</sup>. Gli investimenti azionari riguardano per la quasi totalità titoli quotati. Con riferimento all'emittente, i titoli sono principalmente italiani e, per la restante parte, in prevalenza di altri paesi dell'area dell'euro.

<sup>6</sup> La Banca effettua investimenti in ETF e in quote di OICR denominati anche in valuta estera. La relativa posizione è coperta dal rischio di cambio attraverso vendite a termine della corrispondente valuta. Tali attività costituiscono un'autonoma posizione rispetto alle attività e passività in valuta illustrate nel paragrafo: *Oro, attività e passività in valuta*.

Gli acquisti dell'esercizio hanno interessato in maggior misura il comparto dei titoli azionari. L'aumento del comparto degli investimenti permanenti, pari a 421 milioni, è interamente dovuto al conferimento alla SIDIEF spa, società interamente controllata, del patrimonio immobiliare a reddito della Banca, costituito da edifici a destinazione prevalentemente residenziale. Il conferimento è stato effettuato in data 1° gennaio 2014 a valori storici, con imputazione diretta a incremento del valore della partecipazione.

Nel portafoglio non sono presenti titoli detenuti sino alla scadenza con valore di libro superiore, in misura apprezzabile, a quello di mercato.

Tavola 16.14

<b>B. Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.2) - movimenti</b> (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari		Azioni e partecipazioni		ETF e quote di OICR	Totale
	detenuti sino alla scadenza	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	investimenti permanenti	investimenti non permanenti		
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>30.469.649</b>	<b>16.230</b>	<b>162.558</b>	<b>6.083.472</b>	<b>3.301.910</b>	<b>40.033.819</b>
<b>Aumenti</b>	<b>189.632</b>	<b>587</b>	<b>421.223</b>	<b>897.689</b>	<b>481.325</b>	<b>1.990.456</b>
Acquisti	186.725	–	421.223	566.591	168.769	1.343.308
Trasferimenti	2.907	–	–	–	–	2.907
Utili netti	–	–	–	331.098	312.556	643.654
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	–	379	–	–	–	379
Premi e sconti netti	–	208	–	–	–	208
<b>Diminuzioni</b>	<b>-2.944.274</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>-857.541</b>	<b>-796.314</b>	<b>-4.598.129</b>
Vendite e rimborsi	-2.873.044	–	–	-657.364	-736.016	-4.266.424
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	–	–	–	-151.996	-50.329	-202.325
Premi e sconti netti	-71.230	–	–	–	–	-71.230
Svalutazioni da prezzo (2)	–	–	–	-48.181	–	-48.181
Adeguamenti da cambio (3)	–	–	–	–	-9.969	-9.969
<b>Consistenze finali</b>	<b>27.715.007</b>	<b>16.817</b>	<b>583.781</b>	<b>6.123.620</b>	<b>2.986.921</b>	<b>37.426.146</b>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico. – (3) Plusvalenze o minusvalenze che, al netto della valutazione delle relative operazioni di copertura dal rischio di cambio, affluiscono ai conti di rivalutazione o tra le svalutazioni nel conto economico.

La Banca d'Italia detiene la partecipazione di controllo nella società SIDIEF spa (tav. 16.15). Nell'anno è stata ceduta la partecipazione di controllo nella società quotata Bonifiche Ferraresi spa; la Banca – che ha mantenuto nel portafoglio una partecipazione inferiore al 2 per cento – ha venduto il 60,37 per cento del capitale della società a un gruppo di imprenditori e investitori istituzionali, per un corrispettivo pari a circa 104 milioni di euro.

L'Istituto detiene inoltre una partecipazione del 20 per cento del capitale del Fondo Strategico Italiano (FSI), per un valore di libro pari a 951 milioni. La partecipazione è costituita per un terzo da azioni ordinarie e per due terzi da azioni privilegiate ed è stata acquisita nel 2013, a fronte del conferimento della partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali spa (Generali). L'operazione, che fu oggetto di un accordo siglato nel 2012 con l'FSI e con la sua controllante Cassa depositi e prestiti (CDP), prevedeva l'impegno per l'FSI di vendere a terzi, a condizioni di mercato, l'intera partecipazione in Generali entro il 31 dicembre 2015 e di rimborsare successivamente alla Banca

d'Italia le azioni privilegiate. L'FSI nel 2014 ha avviato il collocamento sul mercato del pacchetto azionario Generali.

Tavola 16.15

Partecipazioni in società controllate						
SOCIETÀ	Dati alla fine del 2014			Dati della partecipata relativi all'esercizio 2014		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore di bilancio	Patrimonio netto (1)	Utile	Dividendi distribuiti
(migliaia di euro)						
<b>Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa - Roma</b> (Capitale euro 507.000.000 in 507.000 azioni da euro 1.000)	507.000	100	526.823	550.995	872	829
(1) Il Patrimonio netto alla data di riferimento non comprende il dividendo da distribuire agli azionisti.						

Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto degli investimenti permanenti, le azioni della Banca dei regolamenti internazionali, denominate in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca è pari al 9,4 per cento del capitale di tale organismo.

## [5] Rapporti intra Eurosystema

Tavola 16.16

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni	
<b>Attivo</b>				
9.1 partecipazione al capitale della BCE	1.332.645	1.377.337	-44.692	
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.134.237	7.218.961	-84.724	
9.3 crediti netti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	22.367.575	12.867.287	9.500.288	
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	–	–	–	
<b>Totale</b>	<b>30.834.457</b>	<b>21.463.585</b>	<b>9.370.872</b>	
<b>Passivo</b>				
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	208.576.061	228.381.754	-19.805.693	
<b>Totale</b>	<b>208.576.061</b>	<b>228.381.754</b>	<b>-19.805.693</b>	

Dal lato dell'attivo:

- la *partecipazione al capitale della BCE*<sup>7</sup> è diminuita di 45 milioni per effetto dell'adeguamento quinquennale delle quote di partecipazione; tale adeguamento è

<sup>7</sup> Sulla base dell'art. 28 dello Statuto del SEBC, le BCN sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE. Le quote di partecipazione sono fissate conformemente allo schema stabilito dall'art. 29 dello Statuto, adeguato con cadenza quinquennale, oppure ogni qualvolta un nuovo paese aderisce alla UE. La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE, modificata da ultimo il 1° gennaio 2014 per effetto dell'adeguamento quinquennale, si attestava alla fine del 2014 al 12,3108 per cento del capitale sottoscritto. La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE, considerando le sole BCN aderenti all'Eurosistema, era pari alla fine del 2014 al 17,5923 per cento; tale quota è stata modificata in 17,4890 il 1° gennaio 2015 in seguito all'ingresso della Lituania nell'area dell'euro.

anche alla base della diminuzione dei *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*<sup>8</sup>, determinati in proporzione alla partecipazione sottoscritta;

- i *crediti netti derivanti dall’allocazione delle banconote in euro all’interno dell’Eurosistema* ammontano a 22.368 milioni (cfr. *Banconote in circolazione*).

Dal lato del passivo:

- le *altre passività nell’ambito dell’Eurosistema (nette)* ammontano a 208.576 milioni (228.382 nel 2013) e rappresentano la posizione netta della Banca nei confronti dell’Eurosistema connessa essenzialmente con l’operatività di TARGET2. In particolare, quest’ultima ha determinato alla fine del 2014 una posizione complessiva a debito pari a 208.945 milioni (229.128 milioni nel 2013). Alla fine dell’anno in riduzione della posizione complessiva era esposto anche: (a) il credito di 148 milioni (245 nel 2013) relativo all’acconto sul dividendo della BCE del 2014; (b) il credito di 221 milioni (501 nel 2013) derivante dal risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2014 (100 milioni) e dalla rideterminazione (per 121 milioni) di quello relativo a esercizi precedenti.

## [6] Altre attività

La voce è composta prevalentemente dai titoli a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Tavola 16.17

Altre attività (voce 11) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro)	132.513	94.591	37.922
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	37.426.146	40.033.819	-2.607.673
11.3 immobilizzazioni immateriali	92.317	65.423	26.894
11.4 immobilizzazioni materiali	2.394.975	2.962.901	-567.926
11.5 ratei e risconti	3.795.031	5.218.965	-1.423.934
11.6 imposte anticipate	3.184.081	3.695.755 (1)	-511.674
11.7 diverse	1.424.572	2.144.272	-719.700
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	<i>109.640</i>	<i>106.025</i>	<i>3.615</i>
<i>Fondo pensione complementare</i>	<i>353.258</i>	<i>299.302</i>	<i>53.956</i>
<i>altre partite</i>	<i>961.674</i>	<i>1.738.945</i>	<i>-777.271</i>
<b>Totale</b>	<b>48.449.635</b>	<b>54.215.726</b>	<b>-5.766.091</b>

(1) Riclassificazione delle imposte differite ai fini Ires nel fondo imposte.

<sup>8</sup> 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.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.3) sono illustrati nella tavola 16.18.

Tavola 16.18

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.3) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>18.413</b>	<b>4.654</b>	<b>243</b>	<b>42.113</b>	<b>65.423</b>
<b>Aumenti</b>	<b>12.444</b>	<b>3.884</b>	<b>–</b>	<b>44.380</b>	<b>60.708</b>
Acquisti e spese incrementative (1)	–	3.884	–	44.380	48.264
Trasferimenti	12.444	–	–	–	12.444
<b>Diminuzioni</b>	<b>-16.386</b>	<b>-4.952</b>	<b>-32</b>	<b>-12.444</b>	<b>-33.814</b>
Ammortamenti	-16.386	-4.952	-32	–	-21.370
Trasferimenti	–	–	–	-12.444	-12.444
<b>Consistenze finali</b>	<b>14.471</b>	<b>3.586</b>	<b>211</b>	<b>74.049</b>	<b>92.317</b>

(1) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* (sottovoce 11.4) sono illustrati nelle tavole 16.19 e 16.21.

Tavola 16.19

Immobilizzazioni materiali (immobili) - movimenti (migliaia di euro)							
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Altri immobili (2)		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni	
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>2.895.082</b>	<b>938.478</b>	<b>377.761</b>	<b>155.425</b>	<b>456.426</b>	<b>82.107</b>	<b>4.905.279</b>
Fondi di ammortamento	-1.726.703	–	-98.001	–	-280.949	–	-2.105.653
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>1.168.379</b>	<b>938.478</b>	<b>279.760</b>	<b>155.425</b>	<b>175.477</b>	<b>82.107</b>	<b>2.799.626</b>
<b>Aumenti</b>	<b>23.145</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>23.145</b>
Acquisti e spese incrementative	108	–	–	–	–	–	108
Trasferimenti	23.037	–	–	–	–	–	23.037
<b>Diminuzioni</b>	<b>-97.802</b>	<b>–</b>	<b>-274.618</b>	<b>-153.583</b>	<b>-23.140</b>	<b>-10.464</b>	<b>-559.607</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	–	–	-368.232	-153.583	-27.076	-6.136	-555.027
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	–	–	93.614	–	16.205	–	109.819
Ammortamenti	-97.802	–	–	–	–	–	-97.802
Altre variazioni (costo)	–	–	–	–	-12.269 (3)	-4.328 (3)	-16.597
<b>Consistenze finali lorde</b>	<b>2.918.227</b>	<b>938.478</b>	<b>9.529</b>	<b>1.842</b>	<b>417.081</b>	<b>71.643</b>	<b>4.356.800</b>
Fondi di ammortamento	-1.824.505	–	-4.387	–	-264.744	–	-2.093.636
<b>Consistenze finali nette</b>	<b>1.093.722</b>	<b>938.478</b>	<b>5.142</b>	<b>1.842</b>	<b>152.337</b>	<b>71.643</b>	<b>2.263.164</b>

(1) I terreni, compresi quelli sui cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento. – (2) Gli Altri immobili includono gli immobili/terreni destinati alla vendita e/o non utilizzati e non più utilizzabili per finalità funzionali. – (3) Adeguamento al minore tra valore netto contabile e valore di realizzo desumibile dall'andamento del mercato.



La diminuzione degli immobili a investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP è dovuta al conferimento degli stessi, a valori storici, nella società SIDIEF spa.

Il valore di mercato del patrimonio immobiliare della Banca stimato alla fine dell'anno era di 3.939 milioni.

Tavola 16.20

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 L. 19 marzo 1983, n. 72	111	616	15	48
Rivalutazione L. 29 dicembre 1990, n. 408	142	645	60	147
Rivalutazione L. 30 dicembre 1991, n. 413	34	11	26	8
Rivalutazione L. 21 novembre 2000, n. 342	146	899	64	91
Rivalutazione L. 23 dicembre 2005, n. 266	153	1.564	69	125

Tavola 16.21

Immobilizzazioni materiali (altre) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immob.ni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>213.464</b>	<b>543.591</b>	<b>2.297</b>	<b>21.976</b>	<b>781.328</b>
Fondi di ammortamento	-152.618	-465.435	–	–	-618.053
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>60.846</b>	<b>78.156</b>	<b>2.297</b>	<b>21.976</b>	<b>163.275</b>
<b>Aumenti</b>	<b>4.003</b>	<b>13.296</b>	–	<b>11.561</b>	<b>28.860</b>
Acquisti e spese incrementative	4.003	11.648	–	11.561	27.212
Trasferimenti	–	1.648	–	–	1.648
<b>Diminuzioni</b>	<b>-10.876</b>	<b>-24.762</b>	–	<b>-24.686</b>	<b>-60.324</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	-4.502	-23.911	–	–	-28.413
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	4.457	19.569	–	–	24.026
Ammortamenti	-10.831	-20.420	–	–	-31.251
Trasferimenti	–	–	–	-24.686	-24.686
<b>Consistenze finali lorde</b>	<b>212.965</b>	<b>532.976</b>	<b>2.297</b>	<b>8.851</b>	<b>757.089</b>
Fondi di ammortamento	-158.992	-466.286	–	–	-625.278
<b>Consistenze finali nette</b>	<b>53.973</b>	<b>66.690</b>	<b>2.297</b>	<b>8.851</b>	<b>131.811</b>

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.5) includono:

Tavola 16.22

<b>Ratei e risconti (sottovoce 11.5)</b> (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni	
<b>Ratei attivi</b>	<b>3.782.781</b>	<b>5.206.928</b>	<b>-1.424.147</b>	
interessi da titoli in euro	2.357.167	2.463.226	-106.059	
interessi da operazioni di rifinanziamento	1.329.192	2.648.844	-1.319.652	
interessi da titoli in valuta	94.451	90.400	4.051	
interessi da attività diverse in valuta	1.735	2.843	-1.108	
altri	236	1.615	-1.379	
<b>Risconti attivi</b>	<b>12.250</b>	<b>12.037</b>	<b>213</b>	
su spese di amministrazione	12.250	12.037	213	
<b>Totale</b>	<b>3.795.031</b>	<b>5.218.965</b>	<b>-1.423.934</b>	

Le *imposte anticipate* (sottovoce 11.6) hanno registrato una riduzione di 512 milioni determinata per la quasi totalità (507 milioni) dalla compensazione, a valere sull'imponibile del 2014, della residua perdita fiscale dell'esercizio 2002.

Tavola 16.23

<b>Imposte anticipate</b> (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2014				31.12.2013			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale
Perdita fiscale esercizio 2002	11.264.051	3.097.614	-	3.097.614	13.106.205	3.604.206	-	3.604.206
Oneri maturati per il personale e non erogati di cui: <i> misure di sostegno</i>	122.498	33.687	-	33.687	129.580	35.634	-	35.634
	40.410	11.113	-	11.113	48.579	13.359	-	13.359
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente (rivalutazione L. 266/2005)	142.933	39.307	7.882	47.189	156.031	42.909	8.600	51.509
Altre (3)	17.004	4.676	915	5.591	13.684	3.763	643	4.406
<b>Totale</b>	<b>11.546.486</b>	<b>3.175.284</b>	<b>8.797</b>	<b>3.184.081</b>	<b>13.405.500</b>	<b>3.686.512</b>	<b>9.243</b>	<b>3.695.755</b>
<b>Imposte differite</b> (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2014				31.12.2013			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni	6.891	1.895	-	1.895	1.053	289	-	289
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (4)	26.740	7.354	1.474	8.828	28.424	7.817	1.567	9.384
<b>Totale</b>	<b>33.631</b>	<b>9.249</b>	<b>1.474</b>	<b>10.723</b>	<b>29.477</b>	<b>8.106</b>	<b>1.567</b>	<b>9.673</b>

(1) Calcolata con aliquota del 27,5 per cento. - (2) Calcolata con le aliquote in vigore. - (3) Relativamente alla voce *Altre* le differenze temporanee IRAP sono pari a 16,6 milioni (11,7 per il 2013). - (4) Ammortamenti sui maggiori valori fiscali derivanti dallo scorporo delle aree dai fabbricati destinati alla vendita e/o non più utilizzati e non più utilizzabili per finalità funzionali.

I movimenti dell'anno delle imposte anticipate e differite sono illustrati nelle tavole 16.43 e 16.44 del paragrafo: *Commento alle voci del conto economico*.

L'ammontare delle imposte anticipate e differite è determinato sulla base delle aliquote fiscali che si ritiene saranno in vigore al momento in cui le differenze temporanee che le hanno generate si riverseranno. Le imposte anticipate iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio ex lege 289 del 2002. Il regime di riporto è stabilito nell'art. 65 di quest'ultima legge, come modificato dalla legge 248 del 2005, in virtù del quale la perdita è compensabile sine die nei limiti del 50 per cento dell'ammontare dell'imponibile Ires di ciascun anno. L'iscrizione delle imposte anticipate 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 anticipate si segnalano le assegnazioni al fondo oneri per il personale e gli ammortamenti non ancora dedotti in sede fiscale.

Nell'ambito della sottovoce *diverse delle altre attività* (sottovoce 11.7) è allocato il totale di bilancio del Fondo pensione complementare a contribuzione definita per il personale assunto dal 28 aprile 1993, che trova contropartita nella sottovoce 11.3 delle altre passività. Le altre partite sono composte prevalentemente da acconti per Ires e IRAP versati nel 2014.

## [7] Banconote in circolazione

Il valore complessivo delle banconote emesse dall'Eurosistema è distribuito tra le banche centrali in proporzione alle rispettive quote di pertinenza (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*). La voce, che rappresenta la quota della Banca d'Italia (16,2 per cento), è aumentata di 6.986 milioni (da 157.541 a 164.527); il valore delle banconote effettivamente messe in circolazione dall'Istituto è diminuito, invece, di 2.515 milioni (da 144.674 a 142.159). Sulla base del fatto che la circolazione effettiva è stata inferiore a quella convenzionalmente attribuita, per la differenza, pari a 22.368 milioni, è esposto un credito verso l'Eurosistema alla voce 9.3 dell'attivo *crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*. La consistenza media della circolazione effettiva, passata da 139.621 a 137.323 milioni, è diminuita del 2 per cento, rispetto a un aumento del 6 per cento registrato nell'area dell'euro.

## [8] Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti

La voce 4 del passivo, pari a 13.928 milioni alla fine del 2014 (33.888 nel 2013), si riferisce principalmente alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (7.741 milioni) e a depositi della clientela ERMS (4.805 milioni) inclusi nella sottovoce *altre controparti* (tav. 16.24), cfr. *Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro*.

Rispetto al 2013 le disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, in lieve diminuzione sui dati di fine esercizio, sono aumentate in modo significativo nella

media annua (da 845 a 15.033 milioni). I depositi vincolati del Tesoro, non presenti alla fine dell'esercizio, sono scesi nel valore medio dell'anno, che è passato da 24.934 a 18.886 milioni.

Tavola 16.24

<b>Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
4.1 Pubblica amministrazione	7.858.664	27.116.970	-19.258.306
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	7.740.799	7.973.293	-232.494
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	977	20.378	-19.401
4.1.3 altre passività	116.888	19.123.299	-19.006.411
di cui: depositi vincolati del Tesoro	-	19.000.000	-19.000.000
4.2 altre controparti	6.069.476	6.771.233	-701.757
<b>Totale</b>	<b>13.928.140</b>	<b>33.888.203</b>	<b>-19.960.063</b>

## I DEPOSITI GOVERNATIVI

Nel 2014 la BCE ha modificato la disciplina dei depositi governativi presso l'Eurosistema. In particolare, è stato previsto che: (a) a far tempo dal 1° dicembre 2014, i depositi governativi a vista e quelli a tempo determinato siano remunerati a un tasso non superiore rispettivamente all'Eonia e all'Eurepo; (b) a partire da giugno del 2014, l'importo massimo remunerabile dei depositi governativi sia pari al maggiore tra i 200 milioni e lo 0,04 per cento del PIL e che alle somme eccedenti si applichi un tasso di remunerazione pari a zero o il tasso sulla deposit facility, se negativo (decisione BCE/2014/8 e atto di indirizzo BCE/2014/9 del 20 febbraio 2014, emendati dall'atto di indirizzo BCE/2014/22 e dalla decisione BCE/2014/23 del 5 giugno 2014).

Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato ha presentato una diminuzione sia del saldo di fine esercizio sia della consistenza media, passata da 2.868 a 155 milioni.

Nelle *altre passività* sono presenti posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro verso l'estero per 110 milioni (116 nel 2013) e di depositi per 7 milioni.

Le passività verso altre controparti, pari a 6.069 milioni (6.771 nel 2013), includono, oltre ai depositi della clientela ERMS anche altri depositi per 1.264 milioni.

### [9] Passività in euro verso non residenti nell'area euro

La sottovoce 5.2 (*altre passività*), pari a 24 milioni (555 nell'esercizio 2013), è connessa principalmente con i rapporti con la clientela ERMS.

## [10] Altre passività

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 16.25

<b>Altre passività (voce 11)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
11.1 vaglia cambiari	117.846	104.547	13.299
11.2 ratei e risconti	2.253	7.014	-4.761
11.3 diverse	1.336.698	1.223.308	113.390
di cui: <i>Fondo pensione complementare</i>	353.258	299.302	53.956
<b>Totale</b>	<b>1.456.797</b>	<b>1.334.869</b>	<b>121.928</b>

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono così dettagliati:

Tavola 16.26

<b>Ratei e risconti (sottovoce 11.2)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
<b>Ratei passivi</b>	<b>2.146</b>	<b>7.004</b>	<b>-4.858</b>
interessi su depositi di riserva	519	3.230	-2.711
interessi su passività in valuta	1.521	1.622	-101
interessi su conto disponibilità del Tesoro	–	1.588	-1.588
altri	106	564	-458
<b>Risconti passivi</b>	<b>107</b>	<b>10</b>	<b>97</b>
fitti attivi	107	10	97
<b>Totale</b>	<b>2.253</b>	<b>7.014</b>	<b>-4.761</b>

## [11] Accantonamenti e Fondo rischi generali

Le consistenze e i movimenti degli *accantonamenti* sono riportati nelle tavole 16.27 e 16.28.

Tavola 16.27

<b>Fondi rischi specifici (sottovoce 12.1) - movimenti</b> (migliaia di euro)				
VOCI	Fondo assicurazione danni	Fondo imposte (1)	Fondo per oneri	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>309.874</b>	<b>1.049.273 (2)</b>	<b>12.971</b>	<b>1.372.118</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>650.550</b>	–	<b>650.550</b>
Accantonamento dell'esercizio	–	649.500	–	649.500
Altre variazioni in aumento	–	1.050	–	1.050
<b>Diminuzioni</b>	–	<b>-1.039.600</b>	<b>-12.971</b>	<b>-1.052.571</b>
Utilizzo nell'esercizio	–	-980.127	–	-980.127
Altre variazioni in diminuzione	–	-59.473 (3)	-12.971	-72.444
<b>Consistenze finali</b>	<b>309.874</b>	<b>660.223</b>	–	<b>970.097</b>

(1) Le *altre variazioni* includono la variazione della fiscalità differita. – (2) Il saldo di apertura è stato riclassificato per includere le imposte differite ai fini Ires, precedentemente esposte in diminuzione delle imposte anticipate. – (3) Rilascio a conto economico dell'eccedenza del fondo imposte.

La diminuzione dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) è dovuta alla variazione netta del fondo imposte. Il fondo per oneri, costituito in esercizi precedenti per spese da sostenere per il ripristino degli immobili della città de L'Aquila danneggiati dal sisma del 6 aprile 2009, è stato trasferito alla SIDIEF spa nell'ambito dell'operazione di conferimento degli immobili.

Tavola 16.28

<b>Accantonamenti diversi per il personale (sottovoce 12.2) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	a garanzia del TQP	Fondo oneri per il personale	per TFR (1)	sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>6.446.100</b>	<b>161.690</b>	<b>3.182</b>	<b>2.583</b>	<b>6.613.555</b>
<b>Aumenti</b>	<b>166.369</b>	<b>91.131</b>	<b>589</b>	<b>103</b>	<b>258.192</b>
Accantonamento dell'esercizio	166.369	91.131	88	103	257.691
Altre variazioni in aumento	–	–	501	–	501
<b>Diminuzioni</b>	<b>-559</b>	<b>-90.719</b>	<b>-1.441</b>	<b>–</b>	<b>-92.719</b>
Utilizzo nell'esercizio	-559 (2)	-90.719	–	–	-91.278
Altre variazioni in diminuzione	–	–	-1.441 (3)	–	-1.441
<b>Consistenze finali</b>	<b>6.611.910</b>	<b>162.102</b>	<b>2.330</b>	<b>2.686</b>	<b>6.779.028</b>

(1) Include il trattamento di fine rapporto (TFR) del personale a contratto e quello dei dipendenti maturato precedentemente all'adesione al Fondo pensione complementare. – (2) Comprende il trasferimento del TFR degli aderenti al Fondo pensione complementare. – (3) Conferimento alla SIDIEF spa del TFR dei portieri a contratto.

Gli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) ammontano nel complesso a 6.779 milioni. Nel 2014:

- sono aumentati di 166 milioni gli accantonamenti a garanzia del TQP, che ammontano alla fine dell'anno a 6.612 milioni. Sull'accantonamento dell'esercizio ha inciso in misura rilevante l'aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche;
- è sostanzialmente invariato il fondo oneri per il personale che si attesta, alla fine dell'esercizio, a 162 milioni. Di tale importo, 40 milioni sono riferibili alle misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione territoriale dell'Istituto.

Tavola 16.29

<b>Fondo rischi generali (voce 14) - movimenti</b> (migliaia di euro)	
VOCI	Fondo rischi generali
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>15.373.675</b>
<b>Aumenti</b>	<b>1.800.000</b>
Accantonamento dell'esercizio	1.800.000
<b>Diminuzioni</b>	<b>–</b>
Utilizzo nell'esercizio	–
<b>Consistenze finali</b>	<b>17.173.675</b>

È stato necessario adeguare i presidi patrimoniali nella prospettiva della crescita dimensionale del bilancio dell'Istituto e della progressiva assunzione dei rischi connessi con la realizzazione dei programmi di acquisto di titoli privati e pubblici avviati dall'Eurosistema

a far tempo dal mese di ottobre 2014. Allo scopo di accrescere gradualmente gli accantonamenti per fronteggiare anche gli scenari più avversi è stato assegnato al *fondo rischi generali* (voce 14) l'importo di 1.800 milioni (2.183 milioni nel 2013).

## [12] Conti di rivalutazione

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute, titoli e operazioni a termine (cfr. *Oro, attività e passività in valuta e Portafoglio titoli*).

Tavola 16.30

Conti di rivalutazione (voce 13)				
(migliaia di euro)				
VOCI	Consistenze iniziali	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze finali
<b>Rivalutazioni da cambio</b>	<b>50.624.582</b>		<b>11.828.084</b>	<b>62.452.666</b>
di cui: oro	49.256.331		9.187.417	58.443.748
attività nette in valuta (1)	1.361.582		2.646.771	4.008.353
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (1)	6.669		-6.104	565
<b>Rivalutazioni da prezzo</b>	<b>3.566.744</b>		<b>181.157</b>	<b>3.747.901</b>
di cui: titoli in valuta	126.462		94.945	221.407
titoli in euro	469.749		288.157	757.906
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	2.970.533		-201.946	2.768.587
<b>Rivalutazioni all'1.1.1999</b>	<b>1</b>	<b>-</b>		<b>1</b>
<b>Totale</b>	<b>54.191.327</b>	<b>-</b>	<b>12.009.241</b>	<b>66.200.568</b>

(1) Tengono conto delle rivalutazioni nette sulle operazioni di copertura dal rischio di cambio relative alla posizione in DSP e agli investimenti in valuta detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi.

## [13] Capitale e riserve

La voce si compone come segue:

Tavola 16.31

Capitale e riserve (voce 15)			
(migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013	Variazioni
<b>15.1 Capitale sociale</b>	<b>7.500.000</b>	<b>7.500.000</b>	<b>-</b>
<b>15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)</b>	<b>9.057.172</b>	<b>8.298.343</b>	<b>758.829</b>
ordinaria	4.596.283	3.989.220	607.063
straordinaria	4.460.889	4.309.123	151.766
<b>15.3 Altre riserve</b>	<b>7.739.511</b>	<b>7.739.511</b>	<b>-</b>
per rivalutazione monetaria L. 19.3.1983, n. 72	694.502	694.502	-
per rivalutazione L. 29.12.1990, n. 408	683.274	683.274	-
per rivalutazione L. 30.12.1991, n. 413	16.943	16.943	-
per rivalutazione L. 21.11.2000, n. 342	896.577	896.577	-
per rivalutazione L. 23.12.2005, n. 266	1.521.240	1.521.240	-
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	-
avanzo di confluenza UIC D.lgs. 21.11.2007, n. 231	2.121.931	2.121.931	-
<b>Totale</b>	<b>24.296.683</b>	<b>23.537.854</b>	<b>758.829</b>



I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Tavola 16.32

<b>Riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Consistenze al 31.12.2013	Attribuzione utile 2013 (1)	Consistenze al 31.12.2014
Ordinaria	3.989.220	607.063	4.596.283
Straordinaria	4.309.123	151.766	4.460.889
<b>Totale</b>	<b>8.298.343</b>	<b>758.829</b>	<b>9.057.172</b>

(1) Ex art. 40 dello Statuto.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca al 31 dicembre 2014 è riportata nella tavola 16.33.

Tavola 16.33

<b>Quote di partecipazione al capitale</b>				
DETENTORI	A fine 2014		A fine 2013	
	Enti	Quote	Enti	Quote
<i>Spa esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	52	253.500	53	253.500
<i>Enti e istituti di previdenza e assicurazione</i>	2	17.000	1	15.000
<i>Imprese di assicurazione</i>	4	29.500	6	31.500
<b>Totale</b>	<b>58</b>	<b>300.000</b>	<b>60</b>	<b>300.000</b>

## Conti d'ordine

Il totale dei conti d'ordine alla fine del 2014 ammonta a 152.790 milioni. Il dettaglio è riportato nella tavola 16.34.

Tavola 16.34

<b>Conti d'ordine</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2014	31.12.2013 (1)	Variazioni
<b>Ordini in corso</b>	<b>146.834</b>	<b>256.877</b>	<b>-110.043</b>
di acquisto	126.464	145.034	-18.570
di vendita	20.370	111.843	-91.473
<b>Operazioni a termine</b>	<b>2.365.586</b>	<b>2.892.047</b>	<b>-526.461</b>
vendite a termine di valuta	1.273.634	1.805.642	-532.008
acquisti a termine di valuta	–	483.390	-483.390
futures in acquisto	1.006.129	551.157	454.972
futures in vendita	85.823	51.858	33.965
<b>Impegni</b>	<b>38.342.695</b>	<b>38.249.729</b>	<b>92.966</b>
verso FMI per concessione prestiti	38.342.648	38.249.729	92.919
altri	47	–	47
<b>Garanzie prestate</b>	<b>12.045</b>	<b>11.060</b>	<b>985</b>
<b>Titoli e valori di terzi in deposito presso l'Istituto</b>	<b>111.424.295</b>	<b>138.326.257</b>	<b>-26.901.962</b>
<b>Conti d'ordine del Fondo pensione complementare</b>	<b>498.567</b>	<b>259.824</b>	<b>238.743</b>
<b>Totale</b>	<b>152.790.022</b>	<b>179.995.794</b>	<b>-27.205.772</b>

(1) Dagli importi dell'esercizio precedente sono stati esclusi, per finalità di comparazione, gli ammontari riferiti alle garanzie ricevute, ora indicati in altre sezioni della nota integrativa.

Le vendite a termine in valuta includono l'impegno per le operazioni di copertura dal rischio di cambio sulla posizione in DSP e sugli investimenti in valuta estera detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Gli impegni verso l'FMI per la concessione di prestiti riguardano le iniziative previste dal Fondo per finanziamenti da erogare per conto dello Stato italiano.

La Banca aderisce ai programmi di prestito titoli automatici gestiti da intermediari specializzati sia sui titoli inclusi nelle attività in valuta estera sia sul portafoglio dei covered bond acquistati nell'ambito delle operazioni di politica monetaria. Il valore di mercato dei titoli prestati dalla Banca d'Italia attraverso tali programmi è pari a 224 milioni per i titoli in valuta e a 5.726 milioni per i covered bond.

### Commento alle voci del conto economico

#### [14] Interessi attivi netti

Gli *Interessi attivi netti* (voce 1) sono diminuiti di 313 milioni (da 5.609 a 5.296 milioni). La flessione registrata nell'anno è dovuta principalmente ai minori interessi sui titoli in euro. La riduzione degli interessi attivi sulle operazioni di rifinanziamento, seppur significativa, è stata quasi interamente compensata da quella degli interessi passivi sui saldi intra SEBC connessi all'operatività di TARGET2.

Gli interessi attivi sono risultati pari a 5.715 milioni (tav. 16.35); rispetto al 2013 sono diminuiti complessivamente di 1.437 milioni.

Tavola 16.35

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (1) (migliaia di euro)				
VOCI	2014	2013	Variazioni	
Su attività in euro	5.472.906	6.930.503	-1.457.597	
titoli	5.051.503	5.357.283	-305.780	
operazioni di rifinanziamento	340.632	1.446.114	-1.105.482	
saldi intra SEBC	37.139	86.073	-48.934	
diversi	43.632	41.033	2.599	
Su attività in valuta	242.073	221.204	20.869	
crediti verso l'FMI	10.387	10.341	46	
titoli	223.763	201.374	22.389	
altre attività	7.923	9.489	-1.566	
<b>Totale</b>	<b>5.714.979</b>	<b>7.151.707</b>	<b>-1.436.728</b>	

(1) Gli interessi sulle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi sono evidenziati in uno specifico e distinto margine reddituale (cfr. Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi).

Gli interessi attivi sui titoli in euro sono stati pari a 5.052 milioni; la riduzione di 306 milioni rispetto all'esercizio precedente è dovuta sia al calo dei rendimenti sia alla minore consistenza media dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria.

Nel dettaglio, gli interessi si riferiscono:

- a) per 709 milioni (analogo nel 2013), ai titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289 del 2002;
- b) per 287 milioni (329 nel 2013), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con il primo ed il secondo CBPP; sul terzo programma di acquisto, attivato nell'ottobre 2014, sono maturati interessi per 3 milioni;
- c) per 1.417 milioni (1.730 nel 2013), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con l'SMP;
- d) per 2.635 milioni (2.590 nel 2013), agli altri titoli obbligazionari.

Gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento sono stati pari a 341 milioni, un importo inferiore di 1.105 milioni rispetto a quello del 2013. Gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento principali sono scesi da 31 a 18 milioni, quelli sulle operazioni a più lungo termine da 1.415 a 322 milioni. Per entrambe le poste la contrazione è dovuta alla significativa riduzione del livello medio dei tassi di rendimento registrato nell'anno<sup>9</sup>; per quelle a più lungo termine ha inoltre contribuito, seppur in misura più contenuta, la flessione della consistenza media degli aggregati patrimoniali (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*).

Sono diminuiti, da 86 a 37 milioni, anche gli interessi attivi sui saldi intra SEBC, per la riduzione sia di quelli sui *crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*, passati da 51 a 27 milioni, sia di quelli sui *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*, passati da 34 a 10 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*)<sup>10</sup>. La diminuzione è dovuta al minor livello medio dei tassi di rendimento, solo in parte compensata, per i crediti derivanti dall'allocazione delle banconote, dall'aumento delle relative consistenze.

Nell'ambito degli interessi diversi, sono scesi (da 35 a 31 milioni) quelli sulle operazioni di sostegno della liquidità verso controparti nazionali condotte al di fuori degli interventi di politica monetaria dell'Eurosistema; sono invece aumentati (da 2 a 10 milioni) gli interessi su operazioni temporanee in euro per il maggior ricorso a tali operazioni.

<sup>9</sup> Nel 2014 il Consiglio direttivo della BCE ha diminuito due volte, nei mesi di giugno e di settembre, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (dallo 0,25 allo 0,05 per cento) e il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale (dallo 0,75 allo 0,30 per cento). Con la prima decisione è stato inoltre introdotto per la prima volta un tasso negativo sui depositi overnight detenuti dalle istituzioni creditizie presso le BCN dell'Eurosistema (-0,10 per cento, portato poi allo -0,20 per cento in settembre). Secondo quanto stabilito dal Consiglio direttivo, il tasso negativo sulla deposit facility si applica, a partire dall'11 giugno 2014, anche: (a) alle riserve delle istituzioni creditizie in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria; (b) ai depositi delle Amministrazioni pubbliche detenuti presso le banche centrali dell'Eurosistema che superino determinati livelli stabiliti dalla BCE; (c) ai conti per i servizi ERMS, se non attualmente remunerati; (d) ai saldi dei conti TARGET2 delle BCN del SEBC non appartenenti all'Eurosistema; (e) ad altri conti detenuti da terzi presso le banche centrali dell'Eurosistema, posto che siano attualmente non remunerati o remunerati al tasso di interesse sulla deposit facility.

<sup>10</sup> I saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono remunerati al tasso marginale di interesse delle operazioni di rifinanziamento principali. I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati anch'essi in base al tasso marginale di interesse delle operazioni di rifinanziamento principali, ridotto tuttavia del 15 per cento per tener conto della parte di riserve trasferite rappresentata dall'oro, componente infruttifera.

Tra gli interessi su attività in valuta sono cresciuti quelli su titoli, per effetto del maggior livello medio dei tassi di rendimento, e sono rimasti sostanzialmente stabili quelli verso l’FMI.

Gli interessi passivi sono risultati pari a 419 milioni (tav. 16.36); nel confronto con il 2013 sono diminuiti complessivamente di 1.124 milioni.

Tavola 16.36

<b>Interessi passivi (sottovoce 1.2)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2014	2013	Variazioni
Su passività in euro	411.791	1.533.009	-1.121.218
<i>disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	46.942	76.089	-29.147
<i>depositi vincolati intestati al Tesoro</i>	32.982	9.350	23.632
<i>depositi di riserva in conto corrente</i>	18.922	71.595	-52.673
<i>saldi intra SEBC</i>	303.152	1.355.386	-1.052.234
<i>diversi</i>	9.793	20.589	-10.796
Su passività in valuta	7.249	9.625	-2.376
<i>assegnazioni di DSP da parte dell’FMI</i>	6.342	6.017	325
<i>diversi</i>	907	3.608	-2.701
<b>Totale</b>	<b>419.040</b>	<b>1.542.634</b>	<b>-1.123.594</b>

Sono calati, da 76 a 47 milioni, gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria. La riduzione è dovuta alla diminuzione della soglia remunerabile, all’applicazione, a partire dal mese di giugno, dei tassi negativi sulle disponibilità eccedenti tale soglia<sup>11</sup>, ai minori interessi integrativi maturati nell’anno e da corrispondere al Tesoro<sup>12</sup>.

Al contrario, sono aumentati, da 9 a 33 milioni, gli interessi sui depositi vincolati del Tesoro. L’incremento è dovuto al maggior tasso medio di remunerazione, solo in parte compensato dalla diminuzione delle consistenze (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*).

Sono scesi gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente, principalmente per effetto della riduzione del tasso di remunerazione della riserva obbligatoria<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti* e il riquadro: *I depositi governativi*.

<sup>12</sup> Gli interessi sul conto disponibilità del Tesoro del 2014 comprendono anche quelli integrativi, pari a 65 milioni (72 nell’esercizio precedente), riconosciuti al Tesoro ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico). Gli interessi integrativi sono calcolati sul saldo giornaliero remunerabile del conto disponibilità del Tesoro a un tasso pari alla differenza, ove positiva, fra il tasso di rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza e il tasso di riferimento per la remunerazione del conto.

<sup>13</sup> 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 è remunerata al tasso delle deposit facility, che è stato pari a zero fino al 10 giugno 2014 e negativo per la restante parte del 2014.

Si sono contratti in modo significativo gli interessi sui saldi a debito connessi con la partecipazione al sistema TARGET2 (da 1.355 a 303 milioni), per la riduzione del tasso di remunerazione e, in misura più contenuta, per la minore consistenza media dell'aggregato di riferimento<sup>14</sup>.

Nell'ambito degli interessi diversi in euro, si sono sostanzialmente azzerati quelli sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (16 milioni nel 2013) principalmente per effetto del minor livello dei tassi di rendimento e sono aumentati quelli relativi alla clientela ERMS (da 2 a 7 milioni).

Tra gli interessi sulle passività in valuta, sono sostanzialmente stabili quelli sui DSP.

### [15] Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi

Nella voce 2 del conto economico confluiscono gli utili o perdite da operazioni finanziarie (sottovoce 2.1), le svalutazioni da cambio o da prezzo su attività e posizioni finanziarie (sottovoce 2.2), l'accantonamento al fondo rischi generali (sottovoce 2.3). Il risultato del 2014 (tav. 16.37) comprende: (a) utili netti da negoziazione in cambi (107 milioni); (b) utili netti da negoziazione su titoli in valuta (44 milioni); (c) svalutazioni da prezzo (6 milioni). Detti risultati fanno riferimento prevalentemente alle attività in dollari.

L'attribuzione al fondo rischi generali è stata di 1.800 milioni.

Tavola 16.37

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)			
<i>(migliaia di euro)</i>			
VOCI	2014	2013	Variazioni
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	142.242	300.574	-158.332
<i>da negoziazione in cambi</i>	107.339	90.879	16.460
<i>da negoziazione in titoli in euro</i>	6.264	168.183	-161.919
<i>da negoziazione in titoli in valuta</i>	43.529	41.779	1.750
<i>su contratti derivati in valuta</i>	-15.620	-1.096	-14.524
<i>su altre operazioni</i>	730	829	-99
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-5.637	-347.053	341.416
<i>da cambio</i>	- 59	-266.558	266.499
<i>da prezzo</i>			
- titoli in euro	-3	-8.472	8.469
- titoli in valuta	-5.575	-72.023	66.448
Accantonamenti (-) al fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito	-1.800.000	-2.183.000	383.000
<b>Totale</b>	<b>-1.663.395</b>	<b>-2.229.479</b>	<b>566.084</b>

<sup>14</sup> La posizione connessa con l'operatività del sistema TARGET2 è remunerata al tasso marginale di interesse delle operazioni di rifinanziamento principali.

## [16] Risultato netto da tariffe e commissioni

Il risultato netto da tariffe e commissioni (voce 3) è stato pari a 14 milioni, in diminuzione di 2 milioni rispetto all'anno precedente. Le *Tariffe e commissioni attive* (sottovoce 3.1) comprendono, in particolare: le tariffe dovute dai partecipanti al sistema TARGET2 (6 milioni), le tariffe sulla gestione dei titoli a garanzia delle operazioni di politica monetaria (4 milioni), le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di amministrazioni pubbliche (5 milioni), le tariffe per le dichiarazioni sostitutive di protesto (2 milioni), quelle per i servizi di Correspondent Central Banking Model (2 milioni), per il sistema di compensazione al dettaglio (3 milioni) e per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (2 milioni). Le *Tariffe e commissioni passive* (sottovoce 3.2) si riferiscono prevalentemente al servizio di gestione accentrata dei titoli (9 milioni).

## [17] Rendite da partecipazioni

Le *Rendite da partecipazioni* (voce 4) sono risultate pari a 181 milioni, in diminuzione di 140 rispetto all'anno precedente. Al risultato del 2014 hanno concorso:

- per 11 milioni il saldo del dividendo della BCE relativo all'esercizio 2013, distribuito nel 2014 (76 milioni nell'esercizio precedente);
- per 22 milioni l'aggiustamento tra le BCN dell'Eurosistema della quota di partecipazione al patrimonio netto della BCE;
- per 148 milioni l'acconto<sup>15</sup> sul dividendo della BCE del 2014 (245 milioni nell'esercizio precedente).

## [18] Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario

Il risultato del 2014, pari a 221 milioni (voce 5), riflette:

- il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per 100 milioni (498 milioni nel 2013). Tale importo rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato dalla Banca, pari a 1.650 milioni, e quello alla stessa redistribuito, pari a 1.750 milioni;
- l'effetto, positivo per 121 milioni, della rideterminazione della redistribuzione del reddito monetario relativo a esercizi precedenti (effetto positivo per 3 milioni nel 2013).

### IL REDDITO MONETARIO

Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette  *earmarkable* ) detenute in contropartita delle passività di riferimento ( *liability base* ). La  *liability base*  di ciascuna BCN è costituita principalmente da: (a) banconote in circolazione; (b) passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; (c) passività intra Eurosistema (nette) risultanti dalle transazioni TARGET2; (d) passività intra Eurosistema (nette) derivanti dall'allocazione delle banconote

<sup>15</sup> A integrazione dell'acconto già corrisposto a titolo di dividendo, alla Banca d'Italia è stato versato nel mese di febbraio 2015 un ulteriore importo di 26 milioni.

in euro all'interno dell'Eurosistema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella *liability base* vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare. Gli attivi  *earmarkable* di ciascuna BCN sono costituiti principalmente da: (a) rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; (b) titoli detenuti per finalità di politica monetaria; (c) crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; (d) crediti intra Eurosistema (netti) risultanti dalle transazioni TARGET2; (e) crediti intra Eurosistema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema; (f) un determinato ammontare di oro e crediti in oro proporzionato alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'oro è considerato infruttifero; i titoli detenuti per finalità di politica monetaria acquistati nell'ambito dei primi due CBPP (decisioni 2 luglio 2009, n. 16 e 3 novembre 2011, n. 17 del Consiglio direttivo della BCE) sono considerati fruttiferi in misura pari al tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Se l'ammontare degli attivi  *earmarkable* eccede o è inferiore alla *liability base*, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosistema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE. La differenza tra il reddito monetario accentrato dalla singola BCN e quello, maggiore o minore, a essa redistribuito, dipende da due fattori. Il primo è connesso con le differenze che possono esistere tra BCN nei rendimenti percepiti su specifiche attività  *earmarkable* e negli interessi corrisposti su talune componenti della *liability base*. Il secondo discende dalla circostanza per cui le menzionate attività e passività sono presenti nei bilanci delle BCN in misura generalmente non coincidente con la rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

## [19] Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi

La voce 6 del conto economico è risultata pari a 1.890 milioni, 245 in meno rispetto al 2013 (tav. 16.38). La contrazione del risultato riflette i minori utili netti da negoziazione e le maggiori svalutazioni che si sono registrate nel comparto azionario e in quello degli ETF e quote di OICR. Gli utili netti da negoziazione comprendono, per 101 milioni, quelli relativi alla cessione della partecipazione di controllo nella società Bonifiche Ferraresi spa. La componente degli interessi è risultata in lieve diminuzione per effetto del minore livello medio dei rendimenti, solo in parte compensato da un aumento delle consistenze medie registrato nel comparto obbligazionario.

Tavola 16.38

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6) (migliaia di euro)			
VOCI	2014	2013	Variazioni
Interessi	1.109.746	1.118.721	-8.975
Dividendi da azioni e partecipazioni	187.615	197.917	-10.302
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	649.945	794.532	-144.587
Svalutazioni	-90.566	-9.409	-81.157
Altre componenti	33.180	32.840	340
<b>Totale</b>	<b>1.889.920</b>	<b>2.134.601</b>	<b>-244.681</b>



## [20] Altre rendite

Le *Altre rendite* (voce 8) sono pari a 93 milioni, in aumento di 16 rispetto all'anno precedente (tav. 16.39).

Tavola 16.39

<b>Altre rendite (voce 8)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2014	2013	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	5.745	29.947	-24.202
Procedure, studi e progettazioni completate	10.145	10.752	-607
Diverse	77.558	36.678	40.880
<b>Totale</b>	<b>93.448</b>	<b>77.377</b>	<b>16.071</b>

Le rendite diverse comprendono i rimborsi effettuati dalle BCN dell'Eurosistema sullo sviluppo di piattaforme, applicazioni e infrastrutture informatiche realizzate dalla Banca d'Italia in collaborazione con le altre banche centrali *provider*. L'aumento registrato nell'esercizio è riconducibile in gran parte ai rimborsi per le piattaforme TARGET2 e TARGET2-Securities pari complessivamente a 64 milioni nel 2014 (22 nell'esercizio precedente). In significativa flessione risultano, invece, i fitti attivi da locazione per il conferimento del patrimonio immobiliare residenziale alla SIDIEF spa (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Portafoglio titoli*).

## [21] Spese e oneri diversi

Le *Spese e oneri diversi* (voce 9) sono risultate pari a 1.948 milioni (1.815 nel 2013).

Tavola 16.40

<b>Spese e oneri diversi (voce 9)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2014	2013	Variazioni
Stipendi ed emolumenti per il personale in servizio	609.777	599.069	10.708
Oneri previdenziali e assicurativi	157.454	155.171	2.283
Altre spese relative al personale	45.726	47.146	-1.420
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	275.116	293.349	-18.233
Adeguamento degli accantonamenti al TQP, contribuzione al FPC e altri oneri	217.991	63.497	154.494
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	3.095	3.009	86
Spese di amministrazione	453.412	441.265	12.147
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	150.423	170.355	-19.932
Costi per servizi di produzione di banconote (1)	—	—	—
Altre spese	34.908	42.222	-7.314
<b>Totale</b>	<b>1.947.902</b>	<b>1.815.083</b>	<b>132.819</b>

(1) Per servizi di produzione e acquisti di banconote all'esterno.

L'aumento è dovuto alle assegnazioni al TQP conseguenti all'aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

Le retribuzioni lorde dei dipendenti (compresi quelli a contratto) nelle componenti di stipendi, straordinari e compensi maturati ma non ancora erogati si sono ragguagliate a 610 milioni (599 nel 2013). Il numero medio dei dipendenti *full time equivalent* (FTE, tenendo cioè conto, da un lato, delle prestazioni aggiuntive e, dall'altro, del part-time e delle assenze non retribuite) è stato pari a 7.486. La relativa retribuzione lorda media pro capite si è attestata a 81.456 euro (80.083 nel 2013).

La spesa totale per il personale – che somma alle retribuzioni lorde gli oneri accessori (contributi previdenziali e assistenziali) e altre spese per il personale (comprese quelle relative alle diarie per missioni e trasferimenti) – è stata pari nel 2014 a 813 milioni (801 nel 2013).

Tavola 16.41

Compagnie del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2014	2013	2014	2013
Direttiva	2.078	2.060	29,5	29,5
Operativa	4.167	4.111	59,1	58,8
Servizi generali e di sicurezza	340	353	4,8	5,0
Operaia	461	471	6,5	6,7
<b>Totale</b>	<b>7.046</b>	<b>6.995</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Personale a contratto	31	32		

I *Compensi per organi collegiali centrali e periferici* comprendono, in particolare, gli emolumenti attribuiti al complesso dei Consiglieri superiori, pari a 412.230 euro, al Collegio sindacale, pari a 137.430 euro, e al Direttorio. Con delibera del 30 ottobre 2014 il Consiglio superiore ha fissato le seguenti misure dei compensi spettanti ai futuri membri del Direttorio: 450.000 euro per il Governatore, 400.000 euro per il Direttore generale e 315.000 euro per ciascuno dei Vice Direttori generali. Il Governatore, il Direttore generale e i tre Vice Direttori generali in carica hanno espresso autonomamente la volontà di adeguare, per tutta la durata del loro mandato, i propri compensi ai nuovi importi stabiliti per i futuri membri del Direttorio.

Le *Spese di amministrazione* si attestano a 453 milioni (441 nel 2013); l'aumento registrato nell'anno è dovuto ai costi sostenuti dalla Banca per l'avvio dell'SSM; tra questi rilevano, in particolare, quelli per le attività di *asset quality review* richieste dalla BCE. Al netto dei citati costi, di natura non ricorrente, il complesso delle spese di amministrazione registra una flessione: al loro interno sono aumentati di 10 milioni gli oneri per le materie prime e i materiali per la produzione delle banconote (da 36 a 46) e di 4 milioni quelli per il noleggio e la manutenzione del software esterno (da 37 a 41); sono diminuiti di 9 milioni gli oneri per i servizi di sicurezza e di scorta valori (da 74 a 65), di 8 milioni le spese per la manutenzione degli immobili (da 58 a 50), di 2 milioni i costi per l'assistenza sistemistica (da 36 a 34) e i costi per utenze (da 29 a 27); sono rimasti sostanzialmente stabili gli oneri per teletrasmissioni (16 milioni), le spese per noleggio macchinari (14 milioni) e le spese di partecipazione al sistema TARGET2 (7 milioni).

La flessione degli ammortamenti, pari a 20 milioni, è dovuta sia al conferimento alla società SIDIEF spa del patrimonio immobiliare a uso residenziale sia alla sospensione

del processo di ammortamento per alcuni immobili destinati alla vendita e non più utilizzabili per finalità funzionali.

Le *Altre spese*, pari a 35 milioni, includono oneri di natura fiscale per 30 milioni, di cui 26 per Imu e Tasi.

## [22] Proventi e oneri straordinari

I *Proventi e oneri straordinari* (voce 11) presentano un ammontare netto positivo per 73 milioni. I proventi (sottovoce 11.1), pari a 106 milioni, includono, in particolare, il rilascio a conto economico di una eccedenza del fondo imposte (59 milioni), l'effetto dell'iscrizione in bilancio di crediti di imposta (34 milioni di cui 11 riferibili a istanza di rimborso ex art. 38 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 602) e utili da realizzo su immobili non più utilizzati per finalità funzionali (6 milioni). Gli oneri (sottovoce 11.2), pari a 33 milioni, comprendono, tra gli altri, svalutazioni di immobilizzazioni destinate alla vendita (17 milioni), oneri di natura fiscale (11 milioni) e costi di competenza di esercizi precedenti (5 milioni).

## [23] Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive

Le imposte di competenza dell'esercizio (voce 12), pari a 1.159 milioni, comprendono sia le imposte correnti dovute all'erario sia la variazione delle imposte anticipate e differite (cfr. la sottovoce *Imposte anticipate* nel paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*).

L'Ires dell'esercizio è stata pari a 894 milioni (1.340 nel 2013), di cui 384 milioni per imposte correnti e 510 milioni per la variazione delle imposte anticipate e differite, quasi integralmente riferibile alla diminuzione delle imposte anticipate derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse (507 milioni).

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 265 milioni (303 nel 2013), pari sostanzialmente alle imposte correnti.

Tavola 16.42

Imposte sul reddito dell'esercizio (voce 12) - composizione (migliaia di euro)						
VOCI	2014			2013		
	Ires	IRAP	Totale	Ires	IRAP	Totale
Imposte correnti (-)	-384.200	-265.300	-649.500	-740.200	-299.400	-1.039.600
Variazione delle imposte anticipate (+/-)	-508.317	137	-508.180	-599.395	-3.641	-603.036
Variazione delle imposte differite (+/-)	-1.143	93	-1.050	-801	-165	-966
<b>Imposte di competenza dell'esercizio (-)</b>	<b>-893.660</b>	<b>-265.070</b>	<b>-1.158.730</b>	<b>-1.340.396</b>	<b>-303.206</b>	<b>-1.643.602</b>

Tavola 16.43

<b>Imposte anticipate - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Ires	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>3.686.512</b>	<b>9.243</b>	<b>3.695.755</b>
<b>Aumenti</b>	<b>27.497</b>	<b>919</b>	<b>28.416</b>
Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	27.497	915	28.412
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	–	4	4
<b>Diminuzioni</b>	<b>-538.725</b>	<b>-1.365</b>	<b>-540.090</b>
Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-535.813	-781	-536.594
di cui: <i>relative a perdite fiscali di esercizi precedenti</i>	<i>-507.223</i>	–	<i>-507.223</i>
Altre diminuzioni (1)	-2.912	-584	-3.496
<b>Importo finale</b>	<b>3.175.284</b>	<b>8.797</b>	<b>3.184.081</b>

(1) Decrementi non imputati al conto economico connessi con il conferimento alla SIDIEF spa del patrimonio immobiliare residenziale.

Tavola 16.44

<b>Imposte differite - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Ires	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>8.106</b>	<b>1.567</b>	<b>9.673</b>
<b>Aumenti</b>	<b>1.731</b>	<b>1</b>	<b>1.732</b>
Imposte differite rilevate nell'esercizio	1.731	–	1.731
Nuove imposte o incrementi di aliquote fiscali	–	1	1
<b>Diminuzioni</b>	<b>-588</b>	<b>-94</b>	<b>-682</b>
Imposte differite annullate nell'esercizio	-588	-94	-682
Riduzioni di aliquote fiscali	–	–	–
<b>Importo finale</b>	<b>9.249</b>	<b>1.474</b>	<b>10.723</b>

## PROPOSTE DEL CONSIGLIO SUPERIORE

Ai sensi dell'art. 40 dello Statuto, il Consiglio superiore, su proposta del Direttorio e sentito il Collegio sindacale, ha deliberato il seguente piano di riparto dell'utile ai fini della presentazione all'Assemblea per l'approvazione:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento .....	599.648.424
– ai Partecipanti, un dividendo pari a .....	340.000.000
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 5 per cento .....	149.912.106
– allo Stato, la restante somma di .....	<u>1.908.681.590</u>
Totale	<u>2.998.242.120</u>

IL GOVERNATORE  
Ignazio Visco

## DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

### RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE SUL CENTOVENTUNESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2014

*Signori Partecipanti,*

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2014 della Banca d'Italia, redatto secondo i principi contabili e i criteri di valutazione – deliberati dal Consiglio superiore e da noi condivisi – analiticamente illustrati nella nota integrativa.

Abbiamo condotto il nostro esame sul bilancio basandoci sulle norme e sui principi di comportamento del Collegio Sindacale emanate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Abbiamo tenuto conto di tali principi anche nello svolgimento delle verifiche effettuate ai sensi dell'art. 20 dello Statuto della Banca d'Italia.

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2014 è conforme ai principi contabili e ai criteri di valutazione indicati nella nota integrativa. Gli stessi sono aderenti alle norme vigenti e riflettono, in particolare, le regole contabili armonizzate dettate dal Consiglio direttivo della BCE e recepite ai fini della rendicontazione di esercizio ai sensi dell'art. 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43.

Richiamiamo l'attenzione, in particolare, sulle seguenti fattispecie oggetto di esaustiva informativa in nota integrativa e relazione sulla gestione:

- a) L'iscrizione nello stato patrimoniale delle imposte anticipate, originatesi prevalentemente dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio di cui alla legge 27 dicembre 2002, n. 289, si basa sulla ragionevole certezza di recuperarne fiscalmente l'intero ammontare, tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le attività per imposte anticipate diminuiscono di 512 milioni di euro (da 3.696 milioni a 3.184 milioni).
- b) Il Consiglio superiore ha deliberato di assegnare 1.800 milioni di euro al fondo rischi generali espressamente previsto dall'art. 41 dello Statuto.
- c) L'assegnazione agli "accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale" è pari a 166 milioni; detto ammontare riflette l'aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente.

Abbiamo esaminato la relazione sulla gestione prevista dall'art. 39 dello Statuto che correda il bilancio di esercizio e la riteniamo coerente con il bilancio stesso.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 abbiamo vigilato sull'osservanza della Legge, dello Statuto e del Regolamento generale della Banca, e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione.

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. L'attività delle Unità periferiche è stata da noi seguita, ai sensi degli artt. 20 e 21 dello Statuto, con l'ausilio dei Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo un sentito ringraziamento.

Abbiamo vagliato l'adeguatezza degli assetti organizzativi in ambito amministrativo e contabile verificandone il concreto funzionamento e riscontrando l'esistenza di un sistema atto ad assicurare la completezza e l'attendibilità nella rilevazione contabile dei fatti di gestione. La contabilità è tenuta secondo principi e regole conformi alle norme vigenti. Le singole poste di bilancio, oggetto di verifica anche da parte della società di revisione, sono state da noi confrontate con le risultanze contabili e trovate a queste conformi.

Nel corso dell'attività di vigilanza, come sopra descritta, e dai colloqui intercorsi con la società di revisione e con i responsabili delle funzioni, non sono emersi fatti significativi da menzionare nella presente Relazione.

*Signori Partecipanti,*

Il bilancio che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività .....	€	530.623.126.813
Passività .....	€	503.328.201.969
Capitale e riserve .....	€	<u>24.296.682.724</u>
Utile netto dell'esercizio.....	€	<u>2.998.242.120</u>

I conti d'ordine, pari a € 152.790.021.910 euro, rappresentano impegni, operazioni a termine, garanzie prestate, depositi di terzi in titoli e valori.

Il Consiglio superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 40 dello Statuto e con il nostro parere favorevole, il seguente riparto dell'utile netto:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento .....	€	599.648.424
– ai Partecipanti un dividendo pari a .....	€	340.000.000
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 5 per cento .....	€	149.912.106
– allo Stato, il residuo di .....	€	<u>1.908.681.590</u>
Totale.....	€	<u>2.998.242.120</u>



*Signori Partecipanti,*

avuto anche presente il disposto dell'art. 39, 2° comma dello Statuto, Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 2014 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa, assieme alla proposta di ripartizione dell'utile ai sensi dell'art. 40 dello Statuto.

Roma, 30 aprile 2015

IL COLLEGIO SINDACALE

DARIO VELO (PRESIDENTE)

LORENZO DE ANGELIS

GIOVANNI FIORI

GIAN DOMENICO MOSCO

SANDRO SANDRI



**DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ  
CONTROLLATE**

**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2014**

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2014	31.12.2013
<b>A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</b>	–	–
<b>B) Immobilizzazioni</b>		
I <i>Immateriali</i>		
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	26.928	2.298
7) altre	301.362	342.906
<b>Totale</b>	<b>328.290</b>	<b>345.204</b>
II <i>Materiali</i>		
1) terreni e fabbricati	509.950.509	78.902.504
2) impianti e macchinari	2.605	–
3) attrezzature industriali e commerciali	585	–
4) altri beni	250.197	178.005
<b>Totale</b>	<b>510.203.896</b>	<b>79.080.509</b>
III <i>Finanziarie</i>		
2) crediti		
d) verso altri	120.452	6.053
<b>Totale</b>	<b>120.452</b>	<b>6.053</b>
<b>Totale attivo immobilizzato</b>	<b>510.652.638</b>	<b>79.431.766</b>
<b>C) Attivo circolante</b>		
I <i>Rimanenze</i>		
4) prodotti finiti e merci	1.045.771	–
5) acconti	30.098	–
<b>Totale</b>	<b>1.075.869</b>	<b>–</b>
II <i>Crediti</i>		
1) verso clienti		
– entro 12 mesi	7.414.137	1.084.469
4bis) crediti tributari		
– entro 12 mesi	39.733	250.127
4ter) imposte anticipate		
– entro 12 mesi	3.576.564	1.818.658
5) verso altri		
– entro 12 mesi	19.097	4.406
<b>Totale</b>	<b>11.049.531</b>	<b>3.157.660</b>
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
6) altri titoli	27.515.490	31.640.000
<b>Totale</b>	<b>27.515.490</b>	<b>31.640.000</b>
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1) depositi bancari e postali	33.517.512	25.282.036
2) assegni	294.000	–
3) danaro e valori in cassa	1.373	280
<b>Totale</b>	<b>33.812.885</b>	<b>25.282.316</b>
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>73.453.775</b>	<b>60.079.976</b>
<b>D) Ratei e risconti attivi</b>	<b>304.160</b>	<b>712.254</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>584.410.573</b>	<b>140.223.996</b>

**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2014**

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2014	31.12.2013
<b>A) Patrimonio netto</b>		
I Capitale Sociale	507000.000	107000.000
II Riserva da sovrapprezzo delle azioni	21.222.851	–
III Riserve di rivalutazione	16.668.304	16.668.304
IV Riserva legale	3.906.465	3.758.142
VII Altre riserve		
Riserva straordinaria o facoltativa	2.154.198	2.154.198
Totale		
IX Utile (perdita) d'esercizio	872.157	1.415.823
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>551.823.975</b>	<b>130.996.467</b>
<b>B) Fondi per rischi e oneri</b>		
2) per imposte, anche differite	524.719	735.320
3) altri	13.494.030	4.990.000
<b>Totale fondi per rischi e oneri</b>	<b>14.018.749</b>	<b>5.725.320</b>
<b>C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato</b>	<b>1.835.166</b>	<b>446.168</b>
<b>D) Debiti</b>		
6) acconti		
– entro 12 mesi	192.071	–
7) debiti verso fornitori		
– entro 12 mesi	7.086.330	1.676.725
12) debiti tributari		
– entro 12 mesi	5.019.145	43.925
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale		
– entro 12 mesi	324.312	80.297
14) altri debiti		
– entro 12 mesi	4.110.783	1.255.094
<b>Totale debiti</b>	<b>16.732.641</b>	<b>3.056.041</b>
<b>E) Ratei e risconti passivi</b>	<b>42</b>	<b>–</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>584.410.573</b>	<b>140.223.996</b>
<b>CONTI D'ORDINE</b>		
3) beni di terzi presso l'impresa		
– beni di terzi presso l'impresa a titolo di deposito o comodato	1	1
4) altri conti d'ordine	5.073.910	1.905.529
<b>Totale conti d'ordine</b>	<b>5.073.911</b>	<b>1.905.530</b>

**CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2014**

	(importi in euro)	
	2014	2013
<b>A) Valore della produzione</b>		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	31.068.688	7.365.987
5) altri ricavi e proventi (vari)	8.552.922	1.563.827
<b>Totale valore della produzione</b>	<b>39.621.610</b>	<b>8.929.814</b>
<b>B) Costi della produzione</b>		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	67.730	12.196
7) per servizi	10.060.650	4.941.754
8) per godimento di beni di terzi	154.262	107.388
9) per il personale		
a) salari e stipendi	3.587.311	620.095
b) oneri sociali	1.141.568	220.982
c) trattamento di fine rapporto	271.499	50.551
d) trattamento di quiescenza e simili	32.040	–
e) altri costi	11.931	5.209
<i>Totale</i>	<i>5.044.349</i>	<i>896.837</i>
10) ammortamenti e svalutazioni		
a) ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	165.002	75.653
b) ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	6.007.725	940.370
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	1.780.096	176.967
<i>Totale</i>	<i>7.952.823</i>	<i>1.192.990</i>
12) accantonamenti per rischi	13.000	380.000
14) oneri diversi di gestione	11.375.494	2.164.733
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>34.668.308</b>	<b>9.695.898</b>
<b>Differenza tra valore e costi di produzione (A–B)</b>	<b>4.953.302</b>	<b>-766.084</b>
<b>C) Proventi e oneri finanziari</b>		
16) Altri proventi finanziari		
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	711.414	785.297
d) proventi diversi dai precedenti (altri)	591.985	1.378.452
<i>Totale</i>	<i>1.303.399</i>	<i>2.163.749</i>
17) Interessi e altri oneri finanziari (altri)	89.250	17.821
17 bis) Utile e perdite su cambi	4	–
<b>Totale proventi e oneri finanziari</b>	<b>1.214.145</b>	<b>2.145.928</b>
<b>D) Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>		
19) svalutazioni		
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante	131.250	133.340
<b>Totale rettifiche di valore di attività finanziarie</b>	<b>131.250</b>	<b>133.340</b>
<b>E) Proventi e oneri straordinari</b>		
20) proventi		
– plusvalenze da alienazione	745.570	407.672
– varie	4.283.987	1.641.021
<i>Totale</i>	<i>5.029.557</i>	<i>2.048.693</i>
21) oneri		
– imposte esercizi precedenti	80.600	–
– varie	1.667.098	114.398
<i>Totale</i>	<i>1.747.698</i>	<i>114.398</i>
<b>Totale delle partite straordinarie</b>	<b>3.281.859</b>	<b>1.934.295</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A–B±C±D±E)</b>	<b>9.318.056</b>	<b>3.180.799</b>
22) imposte su reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a) imposte correnti	6.918.921	2.248.536
b) imposte differite	-210.622	-347.236
c) imposte anticipate	1.737.600	-136.324
<i>Totale</i>	<i>8.445.899</i>	<i>1.764.976</i>
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>872.157</b>	<b>1.415.823</b>

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 39 DELLO STATUTO DI BANCA D'ITALIA**

Ai Partecipanti al capitale di  
Banca d'Italia

- 1 Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio di Banca d'Italia (di seguito, anche, "l'Istituto") chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del bilancio, in conformità ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa, compete agli Organi Direttivi dell'Istituto. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Organi Direttivi. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla legge, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 14 maggio 2014.

- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio di Banca d'Italia al 31 dicembre 2014 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 Come descritto nella nota integrativa, il fondo rischi generali di cui all'articolo 41.2 dello Statuto, interamente tassato e costituito con la finalità di fronteggiare anche i rischi derivanti dalla complessiva attività dell'Istituto, è stato incrementato in seguito all'attribuzione deliberata dal Consiglio Superiore; tale adeguamento, effettuato mediante accantonamento a carico del conto economico dell'esercizio, è volto ad accrescere i presidi patrimoniali nella prospettiva di crescita dimensionale del bilancio dell'Istituto e della progressiva assunzione dei rischi connessi alla realizzazione dei programmi di acquisto di titoli avviati dall'Eurosistema.

Roma, 7 maggio 2015

PricewaterhouseCoopers SpA



Giovanni Ferraioli  
(Revisore legale)

---

**PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: **Milano** 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2014 (1)

## DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE GENERALE
Fabio PANETTA	- VICE DIRETTORE GENERALE
Luigi Federico SIGNORINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Valeria SANNUCCI	- VICE DIRETTORE GENERALE

## CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Cesare MIRABELLI
Francesco ARGIOLAS	Giovanni MONTANARI
Nicola CACUCCI	Ignazio MUSU
Carlo CASTELLANO	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Paolo DE FEO	Stefano POSSATI
Giovanni FINAZZO	Donatella SCIUTO
Andrea ILLY	

## COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Lorenzo DE ANGELIS	Gian Domenico MOSCO
Giovanni FIORI	Sandro SANDRI

## SINDACI SUPPLEMENTI

Anna Lucia MUSERRA	Angelo RICCABONI
--------------------	------------------

## AMMINISTRAZIONE CENTRALE

### FUNZIONARI GENERALI

Paolo MARULLO REEDTZ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO BILANCIO E CONTROLLO
Ebe BULTRINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
Umberto PROIA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE E ORGANIZZAZIONE
Eugenio GAIOTTI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Nunzio MINICHIELLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Emerico Antonio ZAUTZIK	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Carmelo BARBAGALLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Letizia RADONI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA
Daniele FRANCO	- RAGIONIERE GENERALE DELLO STATO
Vieri CERIANI	- CONSIGLIERE PER LE POLITICHE FISCALI PRESSO IL MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE
Giuseppe SOPRANZETTI	- FUNZIONARIO GENERALE CON INCARICHI SPECIALI E DIRETTORE DELLA SEDE DI MILANO

\* \* \*

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA
------------------	-----------------------------------------------------------------

(1) Per i cambiamenti intervenuti al 26.5.2015 cfr. prospetto seguente.



# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 26 MAGGIO 2015

## DIRETTORIO

Ignazio VISCO	- GOVERNATORE
Salvatore ROSSI	- DIRETTORE GENERALE
Fabio PANETTA	- VICE DIRETTORE GENERALE
Luigi Federico SIGNORINI	- VICE DIRETTORE GENERALE
Valeria SANNUCCI	- VICE DIRETTORE GENERALE

## CONSIGLIERI SUPERIORI

Franca Maria ALACEVICH	Cesare MIRABELLI
Francesco ARGIOLAS	Giovanni MONTANARI
Nicola CACUCCI	Ignazio MUSU
Carlo CASTELLANO	Lodovico PASSERIN D'ENTREVES
Paolo DE FEO	Stefano POSSATI
Giovanni FINAZZO	Donatella SCIUTO
Andrea ILLY	

## COLLEGIO SINDACALE

Dario VELO - PRESIDENTE	
Lorenzo DE ANGELIS	Gian Domenico MOSCO
Giovanni FIORI	Sandro SANDRI

## SINDACI SUPPLEMENTI

Anna Lucia MUSERRA	Angelo RICCABONI
--------------------	------------------

## AMMINISTRAZIONE CENTRALE

### FUNZIONARI GENERALI

Paolo MARULLO REEDTZ	- CAPO DEL DIPARTIMENTO BILANCIO E CONTROLLO
Ebe BULTRINI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO INFORMATICA
Umberto PROIA	- CAPO DEL DIPARTIMENTO RISORSE UMANE E ORGANIZZAZIONE
Eugenio GAIOTTI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO ECONOMIA E STATISTICA
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Nunzio MINICHIELLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO IMMOBILI E APPALTI
Emérico Antonio ZAUTZIK	- CAPO DEL DIPARTIMENTO MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Carmelo BARBAGALLO	- CAPO DEL DIPARTIMENTO VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Letizia RADONI	- CAPO DEL DIPARTIMENTO CIRCOLAZIONE MONETARIA
Daniele FRANCO	- RAGIONIERE GENERALE DELLO STATO
Giuseppe SOPRANZETTI	- FUNZIONARIO GENERALE CON INCARICHI SPECIALI E DIRETTORE DELLA SEDE DI MILANO

\*\*\*

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA PER L'ITALIA
------------------	-----------------------------------------------------------------

