



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti  
Roma, 30 maggio 2014

CENTOVENTESIMO ESERCIZIO

anno 2013

esercizio

CXX



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale

---

Presentata all'Assemblea Ordinaria  
dei Partecipanti

anno 2013 - centoventesimo esercizio

Roma, 30 maggio 2014

© Banca d'Italia, 2014

**Indirizzo**

Via Nazionale, 91  
00184 Roma - Italia

**Telefono**

+39 0647921

**Sito internet**

<http://www.bancaditalia.it>

Tutti i diritti riservati.

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

ISSN 1972-845X (stampa)

ISSN 2280-4129 (online)

*Stampato nel mese di maggio 2014  
presso la Divisione Editoria e stampa  
della Banca d'Italia in Roma*

---

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

---

# INDICE

## L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

<b>1. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree</b>	3
L'economia statunitense	3
L'economia giapponese	8
L'economia della UE	10
Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile, Russia e Turchia	13
<b>2. I mercati finanziari e valutari</b>	18
I paesi avanzati	18
I paesi emergenti	23
I paesi della UE dell'Europa centrale e orientale	27
<b>3. Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti</b>	28
Il commercio internazionale e gli accordi di libero scambio regionali	28
I prezzi delle materie prime	31
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti	35
<b>4. La cooperazione economica internazionale</b>	39
Il Fondo monetario internazionale: il sostegno ai paesi membri e le riforme in atto	39
Le iniziative del G20	41
Politiche per lo sviluppo e per la riduzione della povertà	43

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

<b>5. Gli andamenti macroeconomici</b>	49
La congiuntura nell'area dell'euro	49
I prezzi e i costi	53
L'occupazione	57
La bilancia dei pagamenti	57
<b>6. Le politiche di bilancio</b>	62
I risultati e le prospettive	62
La riforma della governance europea	68
<b>7. La politica monetaria comune</b>	71
L'azione di politica monetaria	71
I tassi di interesse e il cambio dell'euro	73
La moneta e il credito	77
Le operazioni di politica monetaria	79

## L'ECONOMIA ITALIANA

<b>8. La domanda, l'offerta e i prezzi</b>	85
Le determinanti della recessione	86
I consumi delle famiglie	86
Gli investimenti	91
Le esportazioni e le importazioni	93
L'offerta	95
I prezzi e i costi	95
<b>9. La struttura produttiva e le riforme</b>	98
Gli andamenti settoriali e la produttività	99
Le dinamiche di impresa	99
I fattori della crescita e le riforme strutturali	100
Il contesto istituzionale: i provvedimenti del 2013	111
<b>10. Il mercato del lavoro</b>	114
Occupazione e ore lavorate	114
La composizione dell'occupazione residente	118
L'offerta di lavoro e la disoccupazione	119
Le retribuzioni e il costo del lavoro	121
Gli interventi in tema di regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali	123
I differenziali retributivi e la distribuzione del reddito familiare	125
<b>11. Istruzione e formazione nel sistema produttivo</b>	127
Istruzione e crescita economica	127
La dotazione di capitale umano in Italia: il confronto internazionale e i divari interni	128
I rendimenti individuali dell'istruzione e il ruolo della domanda di lavoro	131
Il funzionamento del sistema dell'istruzione e della formazione in Italia	134
<b>12. La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero</b>	137
Il conto corrente e il conto capitale	137
Il conto finanziario	144
La posizione patrimoniale sull'estero	146
<b>13. La finanza pubblica</b>	149
LA FINANZA PUBBLICA NEL 2013	150
La politica di bilancio per il 2013: obiettivi e risultati	150
Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche	154
Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche	157
Le Amministrazioni locali	162
LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2014 E PER IL MEDIO TERMINE	165
La politica di bilancio per il 2014	165
I programmi e le prospettive per il quadriennio 2015-18	170
La rispondenza dei programmi alle regole di bilancio	171
<b>14. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese</b>	173
LE FAMIGLIE	173
Il risparmio finanziario e la ricchezza	173
L'indebitamento	176
La vulnerabilità delle famiglie indebitate	179

LE IMPRESE	182
La redditività e il saldo finanziario	182
L'indebitamento e la struttura finanziaria	183
Il credito	186
Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti	189
Le principali iniziative a sostegno delle condizioni finanziarie	190
Il capitale di rischio	191
<b>15. I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture</b>	<b>193</b>
Il mercato monetario	194
Il mercato dei titoli pubblici	194
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	197
Il mercato azionario	200
Le infrastrutture di mercato	203
<b>BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI</b>	
<b>16. L'attività delle banche e degli intermediari finanziari</b>	<b>207</b>
LE BANCHE NELL'ECONOMIA ITALIANA E L'UNIONE BANCARIA	208
Le banche nell'economia italiana	208
L'Unione bancaria europea	213
L'ATTIVITÀ DELLE BANCHE NEL 2013	214
Il credito e le altre poste dell'attivo	214
La raccolta e la gestione della liquidità	218
Il rischio di credito e il rischio paese	220
La redditività	222
Il patrimonio	225
GLI INTERMEDIARI NON BANCARI	227
L'attività degli intermediari non bancari	227
<b>17. L'attività degli investitori istituzionali</b>	<b>230</b>
I fondi comuni di investimento	232
Le gestioni patrimoniali	235
Le compagnie di assicurazione	236
I fondi pensione	239
<b>IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA</b>	
<b>18. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio</b>	<b>245</b>
RELAZIONE SULLA GESTIONE	246
Il nuovo Statuto della Banca d'Italia	246
Sintesi delle risultanze di bilancio	246
Eventi successivi alla chiusura del bilancio	249
Operazioni di politica monetaria	250
Le risorse finanziarie	251
I rischi finanziari	253
Il signoraggio e la circolazione monetaria	255
Le risorse umane, informatiche e logistiche	256
Il controllo economico della gestione	257
Il controllo interno e i rischi operativi	257
Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro	258

STATO PATRIMONIALE E CONTO ECONOMICO	259
NOTA INTEGRATIVA	263
Principi, criteri e schemi di bilancio	263
Commento alle voci dello stato patrimoniale	268
Commento alle voci del conto economico	288
PROPOSTE DEL CONSIGLIO SUPERIORE	298
<b>19. Documentazione allegata al bilancio</b>	299
Relazione del Collegio sindacale	299
Dati di bilancio delle società controllate e collegate	303
Relazione della società di revisione	309
<b>AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA</b>	311
<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**



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

Nel 2013 il prodotto mondiale ha lievemente decelerato. La dinamica dell'attività economica nei principali paesi avanzati è stata nel complesso modesta, ma ha mostrato segnali di rafforzamento; nelle economie emergenti la crescita è stata contenuta rispetto al quinquennio precedente la crisi globale.

Le politiche monetarie nei principali paesi avanzati hanno mantenuto un orientamento fortemente espansivo; le strategie di comunicazione sono state affinate per contenere l'incertezza. In primavera la Riserva federale ha annunciato la possibilità di ridurre gradualmente l'ammontare degli acquisti di attività finanziarie (*tapering*). Il *tapering* ha preso avvio all'inizio dell'anno in corso. Nei principali paesi emergenti le politiche monetarie hanno assunto un orientamento restrittivo, per contrastare le spinte inflazionistiche e i deflussi di capitali; in Cina, per contenere l'espansione del credito.

La politica di bilancio è stata caratterizzata da una notevole incertezza negli Stati Uniti, culminata nell'ottobre dello scorso anno in una temporanea interruzione dell'erogazione di alcuni servizi pubblici federali; l'incertezza si è attenuata con l'approvazione del bilancio per il biennio successivo e con la sospensione della norma sul limite allo stock di debito federale. L'orientamento della politica fiscale è stato espansivo in Giappone; il risanamento delle finanze pubbliche dovrebbe avviarsi nell'anno finanziario corrente. In Cina sono stati avviati piani di contenimento della spesa pubblica, esclusa quella sociale.

Nei primi mesi del 2014 l'acuirsi delle tensioni tra Ucraina e Russia e le sanzioni – finora modeste – imposte a quest'ultima da Stati Uniti e Unione europea hanno inciso negativamente sulle prospettive di crescita della Russia. Permane tuttavia il rischio di un ulteriore aggravamento della situazione, con ripercussioni sull'economia globale.

### *L'economia statunitense*

Negli Stati Uniti l'espansione dell'attività economica nel 2013 si è ridotta all'1,9 per cento (tav. 1.1), risentendo del rallentamento nell'accumulazione di capitale. La crescita, modesta nel primo trimestre, si è rafforzata nel corso dell'anno, sostenuta dai consumi privati e dalle esportazioni.

Tavola 1.1

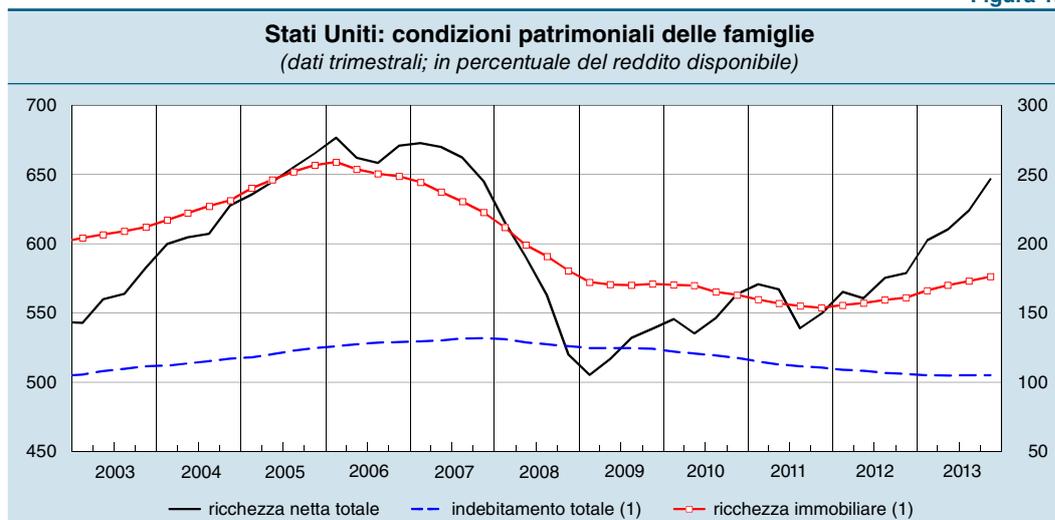
PIL, domanda e inflazione nei principali paesi industriali (variazioni percentuali)								
VOCI	2011	2012	2013	2013				2014
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
<b>Stati Uniti</b>								
PIL (1)	1,8	2,8	1,9	1,1	2,5	4,1	2,6	0,1
Domanda interna (1)	1,7	2,6	1,7	1,4	2,5	3,9	1,6	0,9
Inflazione (2)	3,2	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	1,4
<b>Giappone</b>								
PIL (1)	-0,5	1,4	1,6	4,9	3,5	1,3	0,3	5,9
Domanda interna (1)	0,4	2,3	1,9	3,1	2,9	3,3	2,5	6,8
Inflazione (2)	-0,3	..	0,4	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,5
<b>Unione europea</b>								
PIL (1)	1,6	-0,4	0,1	-0,2	1,6	1,2	1,6	1,3
Domanda interna (1)	0,7	-1,5	-0,5	-0,9	0,2	3,1	-0,1	....
Inflazione (2)	3,1	2,6	1,5	2,0	1,6	1,5	1,0	0,8
<b>Regno Unito</b>								
PIL (1)	1,1	0,3	1,7	1,4	3,1	3,4	2,7	3,2
Domanda interna (1)	-0,1	1,2	1,8	-0,2	3,1	8,0	-1,2	....
Inflazione (2)	4,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,1	1,7
<b>Canada</b>								
PIL (1)	2,5	1,7	2,0	2,9	2,2	2,7	2,9	....
Domanda interna (1) (3)	2,4	2,3	1,4	0,2	2,0	1,5	1,2	....
Inflazione (2)	2,9	1,5	0,9	0,9	0,8	1,2	0,9	1,4
<b>Economie avanzate</b>								
PIL (4)	1,7	1,4	1,3	....	....	....	....	....
<i>Per memoria:</i>								
PIL mondiale (4)	3,9	3,2	3,0	....	....	....	....	....

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

I consumi sono cresciuti del 2,0 per cento in media d'anno, più del reddito disponibile delle famiglie (0,7 per cento); di conseguenza si è ridotto il saggio di risparmio (al 4,5 per cento). Le condizioni patrimoniali delle famiglie sono migliorate, tornando ai livelli precedenti la crisi.

*Nel 2013 la ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, è aumentata di circa 70 punti percentuali (al 650 per cento), tornando ai valori di fine 2007 (fig. 1.1). Vi hanno contribuito sia la ricchezza immobiliare sia quella finanziaria, cresciute nell'anno di circa 15 e 50 punti percentuali, rispettivamente, in larga misura grazie al consistente incremento dei prezzi delle abitazioni e delle attività finanziarie. Si è invece interrotta la fase di riduzione dell'indebitamento, sceso di 27 punti percentuali dalla fine del 2007 (al 105 per cento). Nel corso dell'anno si è stabilizzata, attorno al 10 per cento, anche l'incidenza sul reddito disponibile del servizio del debito; nel quinquennio precedente era diminuita di tre punti percentuali, beneficiando del calo dei tassi di interesse.*

Figura 1.1



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

La spesa per investimenti fissi ha decelerato, in media d'anno, al 4,5 per cento (dall'8,3 del 2012), risentendo del rallentamento di quelli non residenziali (2,7 per cento), nonostante l'aumento sostenuto dei profitti delle imprese non finanziarie. Gli investimenti residenziali hanno invece continuato a crescere a un tasso elevato (12,2 per cento), malgrado un calo nel quarto trimestre.

*Alla fine del 2013 il rapporto tra investimenti totali e PIL, in termini nominali, era pari a 16,2 per cento, inferiore di 2,4 punti percentuali alla media del decennio precedente la crisi e di 1,3 punti a quella storica (1950-2007). In termini reali il divario è meno pronunciato: alla fine dello scorso anno la spesa per investimenti era pari al 16,6 per cento del prodotto, 1,2 punti percentuali in meno rispetto alla media del decennio precedente la crisi. Quest'ultima differenza è interamente dovuta alla dinamica degli investimenti residenziali, che risentono ancora della forte caduta successiva allo scoppio della bolla immobiliare; nonostante la ripresa degli ultimi due anni, alla fine del 2013 si attestavano al 3,1 per cento del PIL, 2,3 punti percentuali al di sotto della media pre-crisi. Per contro, gli investimenti non residenziali si collocavano, in termini reali, al 12,7 per cento del PIL, 4 decimi di punto al di sopra della media pre-crisi.*

*La debolezza dell'accumulazione di capitale durante l'attuale ripresa ciclica non è un fenomeno limitato agli Stati Uniti. Negli altri paesi avanzati, negli anni successivi alla crisi, la ripresa degli investimenti produttivi in rapporto al PIL in termini reali è stata ancor più contenuta. Alla fine del 2013 il rapporto si collocava al 13 per cento in Giappone (6 decimi di punto in meno rispetto alla media 1997-2007), all'11,3 nel Regno Unito (-1,2 punti percentuali) e all'11,2 nell'area dell'euro (-1,5 punti percentuali).*

Per il terzo anno consecutivo la produttività del lavoro è aumentata moderatamente; il relativo costo per unità di prodotto è stato frenato da una dinamica delle retribuzioni orarie ancora molto contenuta.

Le condizioni del mercato del lavoro sono migliorate. Lo scorso anno l'occupazione dipendente del settore non agricolo è aumentata di 2,3 milioni di unità, un risultato interamente ascrivibile al comparto privato; in quello della Pubblica amministrazione l'occupazione si è quasi stabilizzata, scendendo appena di 34.000 unità (a fronte di un calo medio annuo di 167.000 nei quattro anni precedenti). Complessivamente il tasso di disoccupazione è diminuito di oltre un punto percentuale, portandosi in dicembre al 6,7 per cento. Tale riduzione è stata tuttavia favorita dalla minore partecipazione alla forza lavoro che nel primo trimestre dell'anno in corso si collocava al di sotto del 63 per cento, il livello più basso dalla fine degli anni settanta.

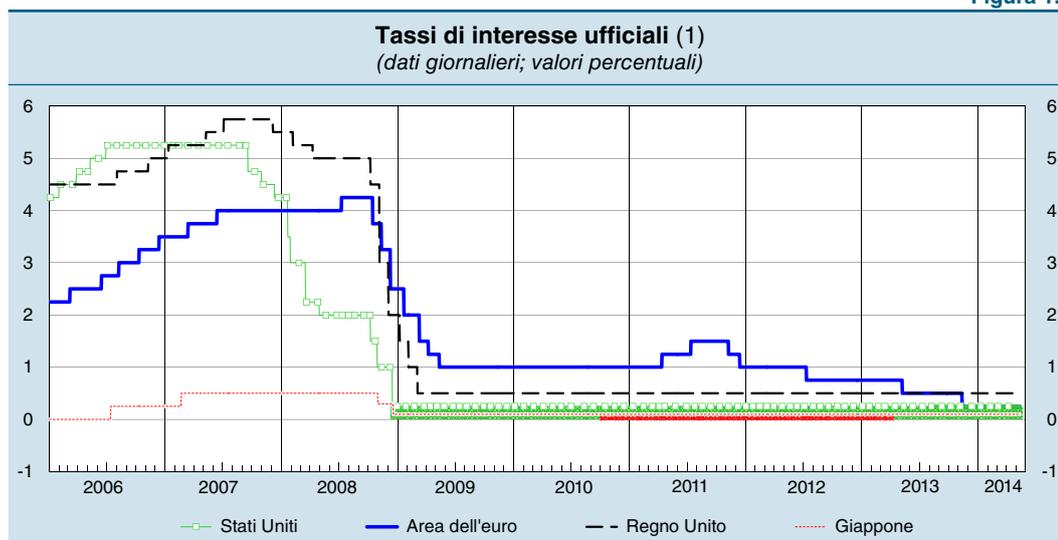
Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2014 il prodotto avrebbe ristagnato, risentendo in larga misura di fattori transitori, tra cui le condizioni climatiche avverse. Nei primi quattro mesi dell'anno l'occupazione dipendente del settore non agricolo è aumentata di oltre 850.000 unità ed è proseguito il calo del tasso di disoccupazione, fino al 6,3 per cento.

Nel mercato immobiliare, dopo il recupero registrato tra la primavera del 2012 e la metà dello scorso anno, sono emersi segnali di rallentamento, anche a causa dell'aumento dei tassi sui mutui ipotecari. Da luglio si sono indebolite la domanda di nuovi mutui residenziali e quella di abitazioni. I prezzi degli immobili residenziali nelle dieci principali aree metropolitane, rilevati dall'indice Case-Shiller, dopo essere aumentati di oltre il 13 per cento nei primi nove mesi dell'anno, hanno successivamente ristagnato.

L'inflazione, misurata dall'incremento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, è scesa fino all'1,1 per cento lo scorso febbraio, riportandosi in aprile al 2,0; quella al netto dei prodotti energetici e alimentari, diminuita in misura più contenuta (fino all'1,6 per cento), è risalita successivamente all'1,8.

La Riserva federale ha mantenuto un orientamento fortemente espansivo della politica monetaria, lasciando l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui federal funds invariato tra lo 0,0 e lo 0,25 per cento (fig. 1.2). Per effetto dei programmi di acquisto a titolo definitivo di obbligazioni del Tesoro a lungo termine e *mortgage-backed securities* (MBS) decisi nella seconda metà del 2012, il bilancio della Riserva federale è tornato a espandersi, aumentando nel 2013 di circa sei punti percentuali del PIL, al 23 per cento (fig. 1.3). Prendendo atto del rafforzamento del quadro macroeconomico, in maggio la Banca centrale statunitense aveva annunciato la possibilità di ridurre gradualmente tali acquisti (*tapering*), provocando un incremento della volatilità sui mercati finanziari (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). L'avvio del *tapering*, che da gennaio ha comportato una riduzione degli acquisti mensili complessivi da 85 a 45 miliardi di dollari, non ha avuto ulteriori ricadute sui mercati anche grazie a un rafforzamento della strategia di comunicazione circa l'evoluzione futura dei tassi ufficiali (*forward guidance*).

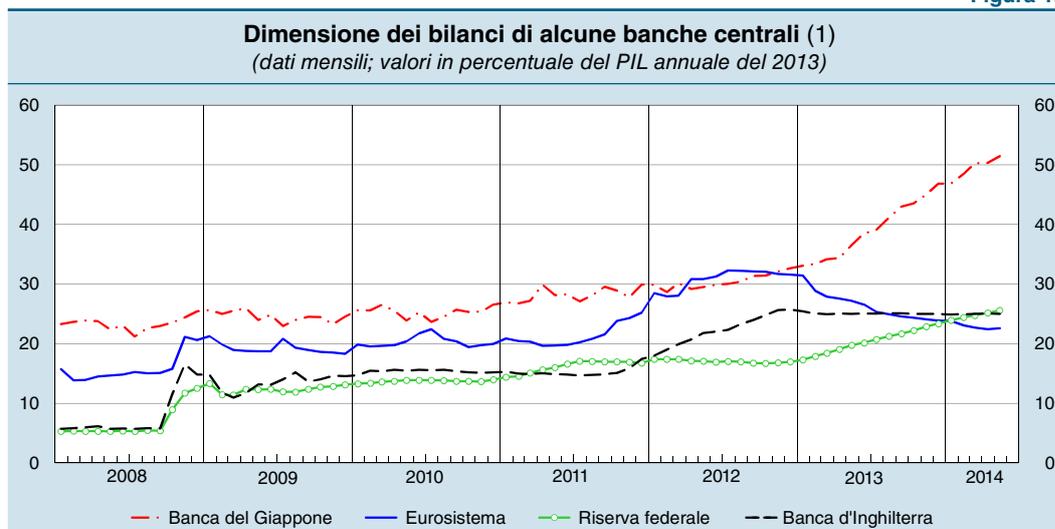
Figura 1.2



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso sui prestiti interbancari overnight non collateralizzati (fino al 9 marzo 2006 e dal 5 aprile 2013, 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 (prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine).

Figura 1.3



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

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

Lo scorso dicembre la Riserva federale aveva dichiarato che l'intervallo obiettivo dei tassi di interesse ufficiali sarebbe stato mantenuto sui valori attuali ben oltre il momento in cui il tasso di disoccupazione fosse sceso al di sotto della soglia del 6,5 per cento introdotta un anno prima (cfr. il paragrafo del capitolo 1: L'economia statunitense nella Relazione sull'anno 2012), specialmente se le previsioni sull'inflazione avessero continuato a collocarsi al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo del 2 per cento. In marzo la Riserva federale ha cessato di fare riferimento a un livello soglia del tasso di disoccupazione, ribadendo che la decisione di aumentare i tassi terrà conto di un ampio insieme di indicatori relativi al mercato del lavoro, alle pressioni e alle aspettative inflazionistiche, nonché alle condizioni finanziarie. Sulla base delle più recenti valutazioni, la Banca centrale statunitense ritiene verosimile che l'intervallo-obiettivo dei tassi sui federal funds possa essere mantenuto sui valori attuali per un periodo di tempo prolungato dopo l'interruzione degli acquisti di titoli; ha inoltre indicato che, anche dopo che inflazione e disoccupazione avranno raggiunto valori coerenti con il proprio mandato, l'obiettivo sui federal funds rimarrà presumibilmente ancora per qualche tempo su livelli inferiori a quelli considerati normali nel lungo periodo.

Il disavanzo di bilancio pubblico nell'esercizio finanziario 2012-13, la cui gestione provvisoria è stata prolungata fino alla scadenza (30 settembre 2013), si è attestato a 680 miliardi di dollari, pari al 4,1 per cento del PIL, quasi tre punti in meno rispetto all'anno precedente. Ciò ha riflesso in buona parte le misure di aumento delle imposte previste dall'American Taxpayer Relief Act of 2012 e, da marzo 2013, l'entrata in vigore dei tagli automatici ai programmi di spesa previsti, con riferimento al decennio 2012-2021, dal Budget Control Act of 2011 (cfr. il paragrafo del capitolo 1: L'economia statunitense nella Relazione sull'anno 2012). Complessivamente le entrate sono aumentate del 13 per cento, l'incremento annuale più ampio dal 2005, mentre le spese sono diminuite del 2 per cento.

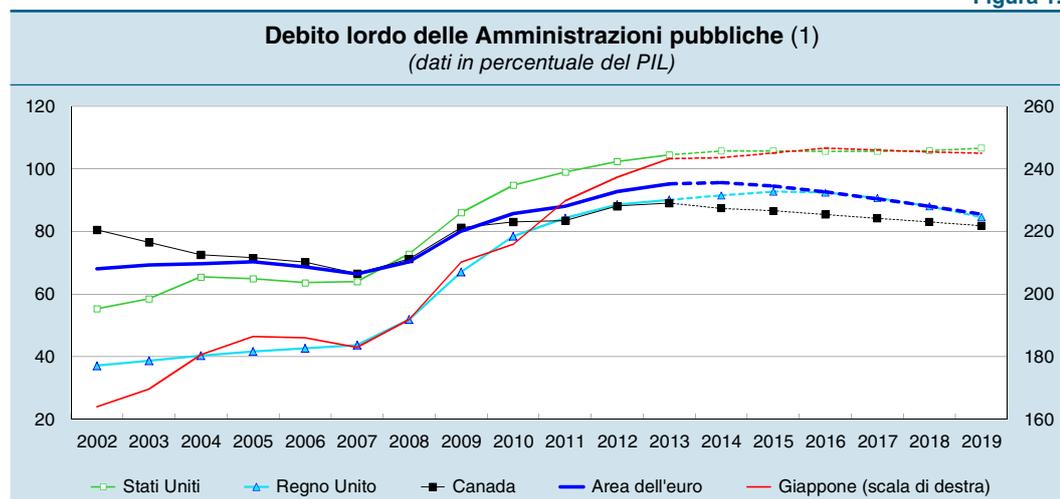
La mancanza di un accordo tra Amministrazione e Congresso che estendesse la gestione provvisoria all'esercizio finanziario in corso ha comportato la temporanea interruzione, dall'inizio di ottobre, dell'erogazione di alcuni servizi pubblici federali (*shutdown*). Il 16 ottobre l'accordo parlamentare per il rifinanziamento dell'attività dell'Amministrazione ha posto fine a tale situazione, contribuendo a limitarne le ricadute economiche negative; secondo le stime del Congressional Budget Office (CBO), lo *shutdown* avrebbe sottratto soltanto 0,3 punti percentuali alla crescita

annualizzata del quarto trimestre. L'accordo dello scorso dicembre sul bilancio per il biennio fiscale terminante nel settembre 2015 (Bipartisan Budget Act of 2013) ha posto fine alla gestione provvisoria.

*L'accordo prevede una riduzione dei tagli automatici alla spesa per l'anno fiscale in corso e per il successivo di circa 45 e 18 miliardi di dollari, rispettivamente. Tale incremento nella spesa programmata sarebbe più che compensato dall'estensione dei tagli automatici fino al biennio 2022-23 e da altri aggiustamenti nel bilancio, assicurando complessivamente una diminuzione del disavanzo annuo pari a 23 miliardi di dollari nel lungo periodo. Secondo le stime del CBO, nell'anno in corso il disavanzo federale scenderebbe al 3 per cento del PIL.*

L'accordo ha contribuito ad attenuare l'incertezza che da anni circonda le prospettive della politica di bilancio negli Stati Uniti. Nella stessa direzione agisce la decisione del Congresso di sospendere sino a marzo del prossimo anno la norma che pone un limite massimo al debito pubblico, limite periodicamente innalzato con formale decisione del Congresso stesso. Nelle previsioni del Fondo monetario internazionale il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche salirebbe dal 104,5 del 2013 al 105,7 per cento del PIL entro la fine del 2014, rimanendo pressoché stabile negli anni successivi (fig. 1.4).

Figura 1.4



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2014 e *Fiscal Monitor*, aprile 2014.  
(1) Le linee tratteggiate indicano previsioni.

## L'economia giapponese

L'espansione del prodotto in Giappone è rimasta nel 2013 sostanzialmente stabile all'1,6 per cento (cfr. tav. 1.1). L'attività economica è stata sostenuta dai consumi privati, cresciuti del 2,0 per cento, e dalla forte accelerazione degli investimenti pubblici (all'11,4 per cento, dal 2,8 nel 2012) e di quelli privati residenziali (all'8,9 per cento, dal 2,9). Gli investimenti produttivi sono invece diminuiti, per la prima volta dal 2009, dell'1,5 per cento. Nonostante il forte deprezzamento dello yen dalla fine del 2012, le esportazioni sono aumentate in misura molto contenuta, a fronte di un rallentamento, anch'esso modesto, delle importazioni. Il tasso di disoccupazione è sceso di 0,6 punti percentuali, portandosi al 3,7 per cento nel dicembre 2013: il netto incremento dell'occupazione (92.000 unità) ha più che compensato quello della partecipazione al mercato del lavoro (59.000 unità).

Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, nel primo trimestre del 2014 l'attività economica avrebbe accelerato al 5,9 per cento in ragione d'anno, sostenuta dagli investimenti produttivi e, soprattutto, dai consumi; questi ultimi sono stati sospinti dall'anticipazione dell'entrata in vigore, a partire dal mese di aprile, di un incremento dell'imposta indiretta sugli stessi (dal 5 all'8 per cento).

Nel 2013 l'inflazione si è riportata, in media d'anno, su valori positivi per la prima volta dal 2008. Le pressioni deflazionistiche, ancora presenti nella prima parte dell'anno, hanno poi lasciato spazio a una graduale accelerazione dei prezzi al consumo che lo scorso marzo risultavano in aumento dell'1,6 per cento sui dodici mesi. I salari nominali sono cresciuti dello 0,2 per cento (da -0,6 nella media del 2012). Nelle previsioni della Banca del Giappone l'inflazione dovrebbe attestarsi attorno al 3 per cento nell'anno in corso e nel biennio successivo, risentendo anche degli incrementi dell'imposta indiretta sui consumi.

L'attività economica è stata sostenuta da orientamenti di politica monetaria e di bilancio espansivi, parte di un programma di rilancio dell'economia nipponica conosciuto come Abenomics, dal nome del primo ministro Shinzo Abe.

Per contrastare la deflazione, nel gennaio 2013 la Banca centrale del Giappone ha introdotto un esplicito obiettivo di inflazione (fissato al 2 per cento); nell'aprile dello stesso anno ha inoltre avviato un nuovo programma di espansione quantitativa che prevede il raddoppio, entro il successivo biennio, della base monetaria, divenuta contestualmente il nuovo obiettivo operativo in luogo del tasso overnight non collateralizzato (cfr. il paragrafo del capitolo 1: *L'economia giapponese* nella Relazione sull'anno 2012). Ciò ha favorito un netto deprezzamento dello yen e contribuito a mantenere i tassi di interesse a lungo termine su livelli molto contenuti, nonostante l'inversione di tendenza dei prezzi al consumo e l'aumento delle aspettative di inflazione (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Lo scorso febbraio la Banca centrale ha rafforzato due strumenti volti a stimolare il credito all'economia (Stimulating Bank Lending Facility e Growth-Supporting Funding Facility), raddoppiando il volume dei prestiti erogati alle istituzioni finanziarie ed estendendone la durata di un anno. Nell'aprile 2014 il valore del bilancio della Banca centrale aveva così superato il 50 per cento del PIL, in aumento di 18 punti rispetto alla fine del 2012 (fig. 1.3).

L'orientamento della politica di bilancio è stato espansivo. All'inizio del 2013 e, ancora, nel febbraio dell'anno in corso sono stati varati consistenti pacchetti di stimolo, pari al 2,0 e all'1,1 per cento del PIL, rispettivamente. La fase espansiva dovrebbe tuttavia esaurirsi con l'anno fiscale appena terminato; all'aumento dell'imposta indiretta sui consumi dello scorso aprile dovrebbe seguirne un secondo di ulteriori due punti percentuali nell'ottobre 2015.

*Il disavanzo di bilancio, salito fino al 10,4 per cento del PIL nel 2009, si è successivamente mantenuto su livelli elevati. Il governo, in carica dalla fine del 2012, ha adottato in questi anni un approccio "flessibile" alla politica di bilancio che si basa sull'utilizzo della leva fiscale per sostenere la ripresa economica nel breve periodo, allo stesso tempo indicando un obiettivo di consolidamento delle finanze pubbliche nel medio periodo. Quest'ultimo prevede: il dimezzamento, rispetto al valore dell'anno finanziario 2010-11, del disavanzo primario entro il 2015-16 (al 3,3 per cento del PIL); il conseguimento di un avanzo primario entro l'anno finanziario 2020-21; infine, la graduale riduzione del rapporto fra debito e PIL.*

Secondo le più recenti stime dell’FMI, il disavanzo complessivo delle Amministrazioni pubbliche giapponesi, che nel 2013 si attestava all’8,4 per cento del PIL (8,7 nel 2012), scenderebbe gradualmente anche nei prossimi anni. Il rapporto tra debito lordo e PIL, che lo scorso anno ha raggiunto il 243,2 per cento, inizierebbe a scendere solo dal 2017 (fig. 1.4).

La terza importante componente dell’Abenomics, oltre all’espansione monetaria e alla politica di bilancio flessibile, è costituita da un ambizioso programma di riforme strutturali volte a innalzare la capacità produttiva potenziale. Tale strategia mira, tra l’altro, ad accrescere l’efficienza in alcuni settori altamente regolamentati; sostenere quelli a elevato potenziale di crescita (farmaceutico, energie rinnovabili, turismo, agricoltura); favorire una maggiore integrazione con i mercati esteri. Sinora questo programma non si è concretizzato in misure incisive: un suo rilancio è atteso per la metà dell’anno in corso.

### *L’economia della UE*

Nel complesso dell’Unione europea il prodotto ha ristagnato nel 2013 (0,1 per cento), mentre nella sola area dell’euro si è contratto (cfr. la sezione: *Andamenti macroeconomici, politiche di bilancio e politica monetaria nell’area dell’euro*).

*Regno Unito.* – Nel Regno Unito il PIL ha accelerato nel 2013 (all’1,7 per cento; cfr. tav. 1.1), grazie principalmente ai consumi delle famiglie, cresciuti del 2,2 per cento, e agli investimenti residenziali, tornati ad aumentare del 4,7 per cento.

L’occupazione nel settore privato è cresciuta a un ritmo inferiore rispetto al 2012 (2,8 per cento, da 3,9); il tasso di disoccupazione è diminuito di un punto percentuale, portandosi in febbraio al 6,8 per cento. La produttività del lavoro è scesa dello 0,7 per cento, meno che nello scorso anno.

Secondo le stime preliminari di contabilità nazionale, nel primo trimestre dell’anno in corso il PIL sarebbe aumentato in misura sostenuta (3,2 per cento in ragione d’anno).

L’inflazione al consumo, che aveva raggiunto un massimo del 2,9 per cento lo scorso giugno, è poi scesa bruscamente all’1,8 nell’aprile di quest’anno. Tale riduzione è parzialmente dovuta alla dinamica moderata dei prezzi dell’energia.

La Banca d’Inghilterra ha mantenuto invariati sia il tasso di riferimento di politica monetaria (0,5 per cento) sia la quantità di attività finanziarie nel proprio portafoglio (375 miliardi di sterline); la dimensione del bilancio è rimasta pressoché inalterata al 25 per cento del PIL (fig. 1.3). Nell’aprile 2013 è stato prorogato di un anno il Funding for Lending Scheme (cfr. il paragrafo del capitolo 1: *L’economia della UE* nella Relazione sull’anno 2012), con una rimodulazione del programma volta a incentivare i prestiti alle piccole e medie imprese già nell’anno in corso. Dalla scorsa estate la Banca centrale ha rafforzato la propria strategia di comunicazione, adottando una forma esplicita di *forward guidance*, poi modificata alla luce del buon andamento dell’economia.

*In agosto la Banca d’Inghilterra aveva annunciato che il tasso di riferimento di politica monetaria non sarebbe stato aumentato e che lo stock di attività finanziarie detenute a seguito dell’Asset Purchase Programme non sarebbe stato ridotto almeno fino a quando il tasso di disoccupazione fosse rimasto*

*al di sopra del 7 per cento, a condizione che: (a) l'inflazione prevista a 18-24 mesi non superasse il 2,5 per cento; (b) le aspettative di inflazione rimanessero ben ancorate; (c) non emergessero rischi per la stabilità finanziaria. In seguito al calo, più rapido di quanto atteso, del tasso di disoccupazione, lo scorso febbraio la Banca d'Inghilterra ha eliminato il riferimento alle soglie quantitative sopra indicate, affermando che la decisione di aumentare i tassi sarà guidata dall'andamento di un insieme più ampio di variabili e che, presumibilmente, i tassi rimarranno invariati per qualche tempo per favorire il riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata, stimata attorno all'1,5 per cento del PIL. La Banca d'Inghilterra prevede che anche quando l'economia sarà tornata a un pieno utilizzo delle risorse produttive e l'inflazione vicina all'obiettivo, il livello appropriato del tasso di riferimento rimarrà, per un certo periodo, nell'ordine del 2-3 per cento, un valore inferiore rispetto a quello medio osservato nel decennio precedente la crisi (5 per cento).*

Nell'anno fiscale 2013-14 il disavanzo del settore pubblico, calcolato secondo la definizione del Trattato di Maastricht, che include alcune poste straordinarie, è aumentato al 6,0 per cento del PIL (dal 5,2 dell'anno precedente). Secondo le più recenti stime del governo britannico, il rapporto tra debito pubblico e PIL inizierebbe a ridursi a partire dall'anno fiscale 2017-18, in anticipo di un esercizio rispetto a quanto previsto lo scorso anno.

*Sulla base delle stime preliminari, nell'anno fiscale 2013-14 il rapporto tra il disavanzo corrente (calcolato al netto degli investimenti) e il PIL risulterebbe superiore di 2,8 punti percentuali rispetto a quanto previsto nel 2010, quando prese avvio la fase di risanamento delle finanze pubbliche. Tale risultato sarebbe riconducibile sia a una dinamica dell'attività economica e, di conseguenza, delle entrate di gran lunga inferiore alle proiezioni del 2010, sia a una minore riduzione del rapporto tra spesa corrente e PIL. Nel triennio terminante nell'anno fiscale 2013-14 la crescita cumulata del PIL nominale risulterebbe pari al 7,7 per cento, contro una previsione dell'11,0; le entrate sarebbero inferiori di oltre il 6 per cento del PIL rispetto alle previsioni iniziali. La spesa corrente sarebbe cresciuta in termini nominali poco meno di quanto atteso; in rapporto al PIL si sarebbe ridotta di due punti percentuali, circa la metà di quanto inizialmente previsto.*

Secondo le più recenti stime dell'FMI, il debito lordo del settore pubblico salirebbe fino a quasi il 92,7 per cento del PIL nel 2015 (da circa il 90 nel 2013), per poi iniziare a scendere dall'anno successivo (fig. 1.4).

*Paesi della UE dell'Europa centrale e orientale.* – Il 1° luglio del 2013 la Croazia ha aderito all'Unione europea, diventandone il ventottesimo Stato membro. Negli otto paesi dell'Europa centrale e orientale che nel 2013 non avevano ancora adottato l'euro l'attività economica si è mantenuta nel complesso debole (tav. 1.2). Il PIL è aumentato in media dell'1,3 per cento (0,7 nel 2012), con differenze significative tra i vari paesi: a fronte di una robusta dinamica in Lettonia, Lituania e Romania, il prodotto si è contratto nella Repubblica Ceca e, per il quinto anno consecutivo, in Croazia. La dinamica della domanda interna è risultata quasi ovunque assai debole; i consumi e gli investimenti privati sono stati ancora frenati dal processo di riduzione della leva finanziaria e dal basso livello di fiducia di famiglie e imprese. Nel corso dell'anno il prodotto ha tuttavia progressivamente accelerato, grazie alla più sostenuta attività nell'area dell'euro, che ha sospinto le esportazioni.

Nel 2013 l'inflazione al consumo in questi paesi è diminuita in misura significativa, attestandosi in media all'1,4 per cento (3,7 nel 2012). La decelerazione dei prezzi ha riflesso il calo dei corsi delle materie prime e la presenza di ampi margini di capacità inutilizzata nella maggior parte delle economie. Vi ha contribuito anche la riduzione dei prezzi amministrati, in particolare in Bulgaria, Lituania, Ungheria e nella Repubblica Ceca. Nei primi mesi del 2014 l'inflazione è scesa ulteriormente portandosi su livelli storicamente bassi, addirittura negativi in Ungheria, Croazia e Bulgaria.

Tavola 1.2

Principali indicatori macroeconomici dei paesi della UE dell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro (1) (variazioni percentuali sull'anno precedente; saldi in percentuale del PIL)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo (2)		Saldo di conto corrente		Saldo di bilancio pubblico	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Bulgaria	0,6	0,9	2,4	0,4	-0,8	1,9	-0,8	-1,5
Croazia	-1,9	-1,0	3,4	2,3	0,1	1,2	-5,0	-4,9
Lettonia	5,2	4,1	2,3	..	-2,5	-0,8	-1,3	-1,0
Lituania	3,7	3,3	3,2	1,2	-0,2	1,5	-3,2	-2,2
Polonia	2,0	1,6	3,7	0,8	-3,7	-1,3	-3,9	-4,3
Repubblica Ceca	-1,0	-0,9	3,5	1,4	-1,3	-1,4	-4,2	-1,5
Romania	0,6	3,5	3,4	3,2	-4,5	-1,1	-3,0	-2,3
Ungheria	-1,7	1,1	5,7	1,7	0,8	3,0	-2,1	-2,2
<b>Totale</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,0</b>

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Viene inclusa anche la Lettonia, che ha adottato l'euro dal 1° gennaio 2014. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo.

Nel 2013 e nei primi mesi dell'anno in corso le banche centrali dei paesi che adottano una strategia di inflation targeting (Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria) hanno rafforzato l'orientamento espansivo delle proprie politiche monetarie, in presenza di una contenuta dinamica dei prezzi e di una persistente debolezza del ciclo economico. In Polonia, Romania e Ungheria i tassi di riferimento sono stati abbassati di 175, 175 e 325 punti base, rispettivamente; nella Repubblica Ceca si sono mantenuti sui livelli, prossimi allo zero, raggiunti alla fine del 2012. Nelle economie che adottano un regime di cambio fisso (Bulgaria, Lettonia e Lituania) o di fluttuazione controllata nei confronti dell'euro (Croazia), le condizioni monetarie sono rimaste accomodanti. La Banca centrale della Lettonia ha ridotto i tassi di interesse di riferimento in modo da allinearli a quelli della Banca centrale europea, in vista dell'ingresso nell'area dell'euro il 1° gennaio del 2014. Diverse banche centrali hanno anche fatto ricorso a misure di tipo non convenzionale per accentuare l'orientamento accomodante delle proprie politiche monetarie.

*La scorsa estate in Ungheria è stato lanciato un programma di finanziamento a tasso agevolato alle banche per sostenere la ripresa dell'attività creditizia (Funding for Growth Scheme). Similmente in Croazia e in Romania sono stati ridotti i coefficienti di riserva obbligatoria. In Polonia la Banca centrale ha fornito indicazioni sull'evoluzione futura dei tassi di riferimento, comunicando l'intenzione di lasciarli invariati sugli attuali bassi livelli per un periodo di tempo prolungato (attualmente previsto fino al terzo trimestre del 2014). Per contrastare il rischio di deflazione, nella Repubblica Ceca le autorità monetarie sono intervenute in novembre sui mercati valutari per favorire il deprezzamento della corona ceca (pari a circa il 6 per cento) che si è poi mantenuta in prossimità della soglia minima definita per il tasso di cambio nei confronti dell'euro.*

Nel 2013 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato inferiore al 3 per cento del PIL in tutti i paesi, salvo che in Polonia e in Croazia. In termini di saldi strutturali (ossia corretti per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee), la situazione delle finanze pubbliche è lievemente migliorata rispetto al 2012, con il proseguimento dell'azione di risanamento avviata nel biennio precedente.

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

*Cina.* – Nel 2013 il prodotto è cresciuto del 7,7 per cento, poco sopra l'obiettivo annunciato dalle autorità (7,5; tav. 1.3). Il rallentamento dei consumi pubblici e privati (al 7,8 per cento) è stato compensato da un'accelerazione degli investimenti in capitale fisso (al 9,4 per cento), che hanno fornito l'apporto principale alla crescita. Il contributo delle esportazioni nette è stato ancora negativo (-0,3 punti), per effetto di un'accelerazione delle importazioni più accentuata di quella delle esportazioni.

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici di Cina, India, Brasile, Russia e Turchia (variazioni percentuali sull'anno precedente; saldi in percentuale del PIL)								
PAESI	PIL		Prezzi al consumo		Saldo di conto corrente		Saldo di bilancio pubblico (1)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Cina	7,7	7,7	2,7	2,6	2,6	2,0	-2,2	-1,9
India (2)	4,8	4,6	9,7	10,1	-5,4	-2,7	-7,4	-7,3
Brasile	1,0	2,3	5,4	6,2	-2,4	-3,6	-2,8	-3,3
Russia	3,4	1,3	5,1	6,8	3,6	1,6	0,4	-1,3
Turchia	2,1	4,0	9,0	7,5	-6,2	-7,9	-2,1	-1,2

Fonte: FMI, Eurostat e statistiche nazionali.  
(1) Settore pubblico consolidato. – (2) PIL valutato al costo dei fattori sull'anno solare. Il saldo di bilancio pubblico include i disavanzi degli Stati locali e si riferisce all'anno fiscale (aprile-marzo).

La spesa privata per consumi ha risentito dell'andamento del reddito disponibile, la cui crescita in termini reali, seppur ancora robusta, è scesa di circa tre punti percentuali rispetto al 2012, sia nelle aree urbane (al 7 per cento) sia in quelle rurali (al 9). Sui consumi del settore pubblico hanno inciso le misure di austerità legate alla campagna anticorruzione promossa dalle autorità. Gli investimenti sono stati sostenuti dalle misure di stimolo fiscale introdotte dal governo nel corso dell'estate per contrastare l'eccessivo rallentamento dell'economia.

*Nella prima metà del 2013 l'attività economica ha mostrato un progressivo indebolimento, anche in risposta alle misure di restrizione al credito imposte dalla Banca centrale e dall'autorità di vigilanza. Nel timore di un eccessivo rallentamento, in luglio il governo ha varato un pacchetto di stimolo che prevedeva il temporaneo abbattimento delle tasse per le imprese di minore dimensione, la riduzione degli oneri amministrativi per quelle esportatrici e agevolazioni finanziarie per progetti di sviluppo della rete ferroviaria. Le misure hanno portato una lieve, ma effimera, accelerazione dell'attività, interrottasi già dalla fine del 2013.*

Il rallentamento dell'economia cinese, in atto dal 2011, è dovuto in parte a fattori ciclici, destinati a riassorbirsi, in parte a fattori strutturali che pesano sulle prospettive di più lungo periodo. Secondo nostre stime, alla fine del 2013 la crescita potenziale, ossia la dinamica del prodotto coerente con un pieno utilizzo della capacità produttiva, era pari al 7,7 per cento, quattro punti percentuali in meno rispetto al livello del biennio 2006-07. Tra i fattori che spiegano la riduzione nel medio periodo vi sono il persistente indebolimento della domanda estera che si riflette sulla dinamica degli investimenti in capitale fisso, soprattutto nel settore manifatturiero, nettamente ridimensionata rispetto

al passato. Nel più lungo periodo altri fattori strutturali, in particolare demografici, potrebbero determinare un ulteriore calo della crescita potenziale del paese.

Dal lato dell'offerta nel 2013 è proseguita la ricomposizione dell'attività in favore del settore dei servizi, il cui valore aggiunto è cresciuto a un tasso superiore rispetto a quello dell'industria per il secondo anno consecutivo (8,3 per cento, contro 7,8).

*In Cina il settore dei servizi rappresenta circa il 46 per cento del valore aggiunto complessivo, un livello ancora basso nel confronto con paesi ad analogo livello di sviluppo. Stime settoriali mostrano che il potenziale di crescita della produttività del lavoro nel settore è ormai allineato a quello dell'industria, superiore al 6 per cento nel 2013; pertanto, a questo stadio, la ricomposizione della struttura produttiva a favore dei servizi potrebbe rivelarsi non penalizzante per la crescita economica.*

Nel 2013 il flusso di nuovi finanziamenti all'economia è cresciuto a un tasso superiore rispetto a quello del PIL nominale. Secondo le stime della Banca dei regolamenti internazionali, lo stock del debito pubblico e privato ha superato il 200 per cento del PIL, un valore elevato nel confronto internazionale.

*Dal 2009, anche in conseguenza delle manovre di stimolo attuate dalle autorità per contrastare gli effetti della crisi globale, i governi locali hanno finanziato le spese in infrastrutture ricorrendo in misura crescente al credito bancario e, recentemente, a quello obbligazionario. Lo scorso dicembre il National Audit Office ha pubblicato i risultati di un'indagine sul debito dei governi locali, rilevando che alla fine di giugno le loro passività ammontavano a 17.900 miliardi di renminbi, pari a circa 3.000 miliardi di dollari (33 per cento del PIL). Il debito pubblico comprensivo di quello dei governi locali salirebbe quindi al 56 per cento del PIL, dal 45 stimato in una precedente indagine del 2010. Ne consegue che lo spazio di manovra per la politica fiscale si è sensibilmente ridotto negli ultimi anni, pur rimanendo ancora ampio.*

Dalla scorsa estate la politica monetaria ha assunto un orientamento restrittivo per contenere l'espansione del credito. Il rallentamento dell'attività economica ha accentuato le difficoltà di alcuni prenditori nel ripagare i propri debiti, accrescendo i rischi per gli attivi bancari e per la stabilità del sistema finanziario.

*Le misure introdotte dalla Banca centrale cinese e la percezione che alcuni intermediari finanziari potessero essere eccessivamente esposti nei confronti di debitori finanziariamente deboli hanno alimentato a più riprese tensioni sul mercato interbancario. Tali tensioni si sono acuite in giugno, quando il tasso interbancario pronti contro termine overnight è bruscamente salito all'11,7 per cento, per poi ridiscendere grazie al temporaneo aumento dell'offerta di liquidità da parte della Banca centrale.*

L'inflazione al consumo è rimasta contenuta nel 2013 (2,6 per cento in media d'anno), mentre è proseguito il calo dei prezzi alla produzione. Al contrario, quelli degli immobili hanno continuato a lievitare, generando timori per il formarsi di bolle speculative, in particolare nel segmento delle abitazioni di lusso.

*I prezzi delle nuove costruzioni nelle principali 70 città sono aumentati in media del 9 per cento, con picchi superiori al 20 per cento nelle grandi aree urbane (Pechino, Shanghai, Shenzhen). La crescita di valore degli immobili ha sostenuto l'attività del settore: il numero di unità di nuova costruzione alla fine del 2013 era più elevato del 15 per cento rispetto a un anno prima; parallelamente, è lievitato lo stock dei mutui ipotecari (del 20 per cento). Le autorità hanno annunciato lo scorso marzo di voler sostenere l'edilizia popolare, introducendo al contempo misure di contenimento della domanda nelle metropoli mediante controlli sulla vendita dei terreni, sull'offerta immobiliare e sul riassorbimento degli invenduti nelle città caratterizzate da un eccesso di offerta. Il governo si muove tuttavia con prudenza: il settore delle costruzioni è un importante mercato di sbocco per l'industria*

*pesante; inoltre gli introiti dalla vendita dei terreni e le imposte sulla proprietà sono rilevanti fonti di reddito per i governi locali.*

In novembre, in occasione della terza riunione plenaria del Comitato centrale del Partito comunista cinese, le autorità hanno annunciato un ampio programma di riforme volto a incoraggiare la transizione della Cina verso un nuovo modello di sviluppo meno dipendente da esportazioni e investimenti, cercando nel contempo di contenere i rischi di instabilità finanziaria e di decelerazioni repentine dell'attività. Il programma si articola in tre linee generali di intervento: in primo luogo, lasciare più spazio al mercato nei settori in cui può garantire un'allocazione efficiente delle risorse; in secondo luogo, concentrare e rafforzare l'intervento dello Stato nell'esercizio delle sue funzioni più tipiche (pensioni, assistenza sociale, regolamentazione e supervisione dei mercati); infine, rivedere il rapporto tra Stato e cittadini, tutelando maggiormente le scelte individuali. Le iniziative di riforma avviate finora hanno riguardato soprattutto il settore finanziario, con la rimozione delle quote imposte ai prestiti delle banche commerciali, la liberalizzazione dei tassi attivi praticati dalle stesse ai propri clienti e l'annuncio di quella dei tassi passivi entro i prossimi due anni. Alcune riforme più ambiziose sono in corso di sperimentazione nella zona speciale di libero scambio istituita a Shanghai dal settembre scorso. Gli interventi intendono lasciare più spazio ai meccanismi di mercato per un'allocazione più efficiente del credito. Sono state inoltre rafforzate le misure prudenziali per contenere l'espansione del settore bancario ombra.

*India.* – Nel 2013 il tasso di crescita dell'economia indiana è sceso al 4,4 per cento, soprattutto a causa della debolezza degli investimenti, che risentono di rigidità e strozzature dal lato dell'offerta ancora irrisolte. La scarsa attrattività dell'India si è riflessa anche nell'ulteriore calo degli investimenti diretti esteri, diminuiti all'1,4 per cento del PIL, il valore più basso dal 2006.

Il disavanzo di parte corrente nel 2013 si è dimezzato al 2,7 per cento del PIL, grazie alla ripresa delle esportazioni e alla contrazione delle importazioni di oro, diminuite in valore di tre quarti nel secondo semestre rispetto al primo.

Dati preliminari indicano che il governo centrale avrebbe conseguito un parziale consolidamento delle finanze pubbliche: nell'anno fiscale 2013-14, terminato lo scorso marzo, il disavanzo pubblico sarebbe sceso al 4,6 per cento del PIL, dal 5,2.

Le pressioni inflazionistiche si sono mantenute elevate, alimentate dal deprezzamento della rupia (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Nel 2013 l'indice dei prezzi al consumo – divenuto il nuovo riferimento per la politica monetaria – è aumentato del 10,1 per cento (9,7 nel 2012), il tasso più elevato tra i principali paesi emergenti.

Nella prima metà del 2013 la politica monetaria è rimasta espansiva, per contrastare la debolezza della domanda interna. In seguito, a causa delle pressioni sul tasso di cambio alimentate dalla crescita del disavanzo di parte corrente, sono state introdotte misure restrittive eccezionali, tra cui le limitazioni alle importazioni di oro e di greggio e il temporaneo aumento dei tassi a breve. Nel gennaio 2014 una commissione di esperti, nominata dal nuovo Governatore della Banca centrale per formulare raccomandazioni sulla conduzione della politica monetaria, ha suggerito l'adozione esplicita di un regime di inflation targeting e l'abbandono della precedente strategia cosiddetta degli indicatori multipli.

*L'indice dei prezzi al consumo diventerebbe l'ancora nominale, con conseguente minore enfasi sull'indice dei prezzi all'ingrosso utilizzato finora. L'inflazione sarebbe ridotta progressivamente nell'arco di un biennio dal 10 al 4 per cento, con una banda di tolleranza simmetrica di due punti percentuali. Verrebbe riformata anche la governance della Banca centrale, per aumentarne indipendenza e accountability, attraverso l'istituzione di un Comitato per le decisioni di politica monetaria, composto per due quinti da elementi esterni alla Banca centrale, e la pubblicazione delle minute delle riunioni del Comitato stesso. La credibilità del nuovo assetto dipenderà dall'attuazione di riforme fiscali (maggiore disciplina fiscale, netta demarcazione fra la gestione del debito pubblico e operazioni di mercato aperto, eliminazione dei controlli amministrativi su prezzi e salari), la cui adozione da parte del governo appare tuttavia incerta.*

**Brasile.** – Nel 2013 il PIL brasiliano è aumentato del 2,3 per cento, grazie al recupero della spesa per investimenti, cresciuta del 6,3. La dinamica dei consumi privati, pur attenuandosi, è rimasta sostenuta (2,3 per cento), grazie all'andamento positivo dei salari reali. Il settore estero ha fornito un contributo negativo alla crescita (-0,9 per cento) risentendo della debolezza della domanda nei principali mercati di sbocco (area dell'euro, Cina, Stati Uniti e Argentina).

Nonostante la crescita contenuta della domanda interna, le pressioni inflazionistiche si sono mantenute elevate, risentendo di persistenti strozzature dal lato dell'offerta. L'inflazione al consumo ha raggiunto alla fine del 2013 il 5,9 per cento sui dodici mesi, un valore prossimo al limite superiore dell'intervallo-obiettivo della Banca centrale (4,5 per cento con un margine simmetrico di due punti percentuali).

*I meccanismi automatici di indicizzazione in vigore nel paese hanno sostenuto, nella seconda parte dell'anno, l'accelerazione dei salari reali, pur a fronte di un minor incremento dell'occupazione. Ciò ha contribuito a comprimere i profitti e a deprimere gli investimenti, associandosi ad altre rigidità strutturali, come la bassa dotazione di capitale umano e di infrastrutture, l'elevata tassazione, le politiche protezionistiche. Secondo nostre stime il potenziale di crescita del paese si attestava nel 2013 al 2,3 per cento, un valore contenuto rispetto a quello di economie a un livello di sviluppo analogo e in diminuzione di circa 1,8 punti percentuali rispetto al tasso di crescita potenziale stimato nel 2007.*

Nel 2013 la situazione delle finanze pubbliche si è deteriorata, per i minori introiti conseguenti agli sgravi fiscali sul costo del lavoro in alcuni comparti della manifattura e per l'aumento della spesa per interessi. Il disavanzo del settore pubblico allargato è salito al 3,3 per cento del PIL e l'avanzo primario si è ridotto all'1,9, il livello più basso dal 2009. L'incidenza del debito pubblico sul PIL è scesa di due punti percentuali, al 66,3 per cento; tuttavia le ridotte prospettive di crescita hanno recentemente indotto l'agenzia Standard & Poor's ad abbassare la valutazione sul debito sovrano del paese. Lo scorso febbraio il governo ha deciso tagli sul bilancio del 2014 per un totale di 14 miliardi di euro (0,6 per cento del PIL), confermando l'obiettivo di mantenere l'avanzo primario all'1,9 per cento del PIL.

Da maggio dello scorso anno l'orientamento della politica monetaria è mutato, per contrastare le perduranti pressioni inflazionistiche e i deflussi di capitale (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*): il tasso di riferimento Selic, che aveva raggiunto nell'aprile 2013 il minimo dal 1996 (7,25 per cento), è stato rialzato per nove volte, fino all'11 per cento nell'aprile di quest'anno.

**Russia.** – Nel 2013 l'attività economica ha decelerato all'1,3 per cento, il dato più basso degli ultimi quattro anni. I consumi si sono indeboliti (3,8 per cento, dal 6,7) e la domanda estera è rimasta fiacca; ne hanno risentito gli investimenti, scesi dello 0,3 per cento dopo la forte crescita del 2012 (6,3 per cento).

Nonostante la debolezza della domanda, l'inflazione al consumo si è mantenuta elevata (6,8 per cento in media d'anno, sopra la soglia massima del 6 fissata dalle autorità). Ciò nondimeno, la politica monetaria è rimasta accomodante per sostenere la crescita. Solo nei mesi di marzo e aprile di quest'anno la Banca centrale ha innalzato il principale tasso di riferimento per 200 punti base (al 7,5 per cento), per arginare il deprezzamento del cambio e i deflussi di capitale. Questi ultimi, già elevati nel 2013, si sono ulteriormente accentuati nell'anno in corso per il timore di un inasprimento delle sanzioni connesse con le tensioni in Ucraina. Secondo il Ministero dello Sviluppo economico russo, nei primi quattro mesi i deflussi avrebbero già raggiunto il totale registrato nel complesso del 2013 (circa 70 miliardi di dollari). Parallelamente il rublo si è svalutato fino a toccare, in marzo, i minimi degli ultimi dieci anni rispetto al dollaro e all'euro.

*La svolta politica in Ucraina, culminata con lo scioglimento del governo filorusso presieduto da Yanukovich il 22 febbraio scorso, ha prodotto un drammatico peggioramento delle relazioni con la Russia. Le crescenti tensioni, acuite dalla contesa sulla Crimea, hanno indotto Stati Uniti e Unione europea a imporre sanzioni alla Russia. Le ripercussioni economiche della crisi sono state finora limitate ai due paesi direttamente coinvolti; le sanzioni hanno essenzialmente colpito specifiche persone fisiche ritenute corresponsabili della politica russa in Ucraina. Nel caso le sanzioni fossero estese, coinvolgendo interi settori dell'economia, le ricadute economiche internazionali sarebbero più consistenti, soprattutto per la UE a causa del peso della Russia sulle importazioni di greggio e di gas e la rilevanza geografica dell'Ucraina come paese di transito delle forniture (cfr. il paragrafo del capitolo 3: I prezzi delle materie prime).*

Il saldo di bilancio pubblico è peggiorato, con un disavanzo dell'1,3 per cento in rapporto al PIL (da un avanzo dello 0,4 nel 2012), per effetto del rallentamento dei proventi derivanti dalle esportazioni energetiche, pari a circa un terzo del totale delle entrate pubbliche.

*Turchia.* – Nel 2013 l'economia turca è cresciuta del 4,0 per cento, sostenuta dalla domanda interna, soprattutto pubblica; ne è risultato un nuovo peggioramento del disavanzo delle partite correnti, salito al 7,9 per cento del PIL.

In ragione della sua vulnerabilità esterna, dalla scorsa estate la Turchia ha risentito particolarmente delle turbolenze legate agli annunci sul *tapering* della Riserva federale: nel 2013 la lira turca ha perso circa un quarto del suo valore rispetto all'euro e un quinto nei confronti del dollaro. Il deprezzamento si è riflesso anche sull'inflazione al consumo (7,5 per cento), che si è mantenuta ampiamente sopra il tasso-obiettivo del 5 per cento.

Nel 2013 la Banca centrale ha attuato un graduale inasprimento della politica monetaria – con un incremento medio nei tassi interbancari di 200 punti base – e interventi sul mercato dei cambi, che non sono tuttavia riusciti a frenare il deflusso dei capitali. L'ulteriore e repentino deprezzamento della lira turca all'inizio del 2014 (circa il 10 per cento in gennaio), legato anche all'accresciuta incertezza politica interna, ha richiesto misure più incisive. Alla fine di gennaio il Comitato per la politica monetaria ha deciso un drastico aumento dell'intera gamma dei tassi di riferimento (di oltre 400 punti base) che, unito a una radicale semplificazione dell'assetto operativo della politica monetaria, ha contribuito a stabilizzare la valuta.

## 2. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Nel 2013 le condizioni finanziarie si sono rafforzate nei paesi avanzati, mentre si sono indebolite in quelli emergenti. Il miglioramento nelle economie avanzate è stato indotto principalmente dal consolidamento della crescita e, nell'area dell'euro, dal venir meno dei timori sulla solidità dell'Unione monetaria. In maggio erano emerse tensioni connesse con le incertezze circa i tempi e le modalità di avvio della riduzione dello stimolo monetario negli Stati Uniti (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Le turbolenze si sono tuttavia attenuate già nei mesi estivi, grazie a una più efficace comunicazione da parte della Riserva federale. Alla distensione delle condizioni finanziarie ha contribuito anche la decisione del Consiglio direttivo della Banca centrale europea, in luglio, di fornire indicazioni prospettiche sull'evoluzione dell'intonazione della politica monetaria dell'area (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Il miglioramento è proseguito nei primi mesi del 2014, anche dopo l'avvio della riduzione del ritmo di acquisti di titoli a lunga scadenza da parte della Banca centrale statunitense.

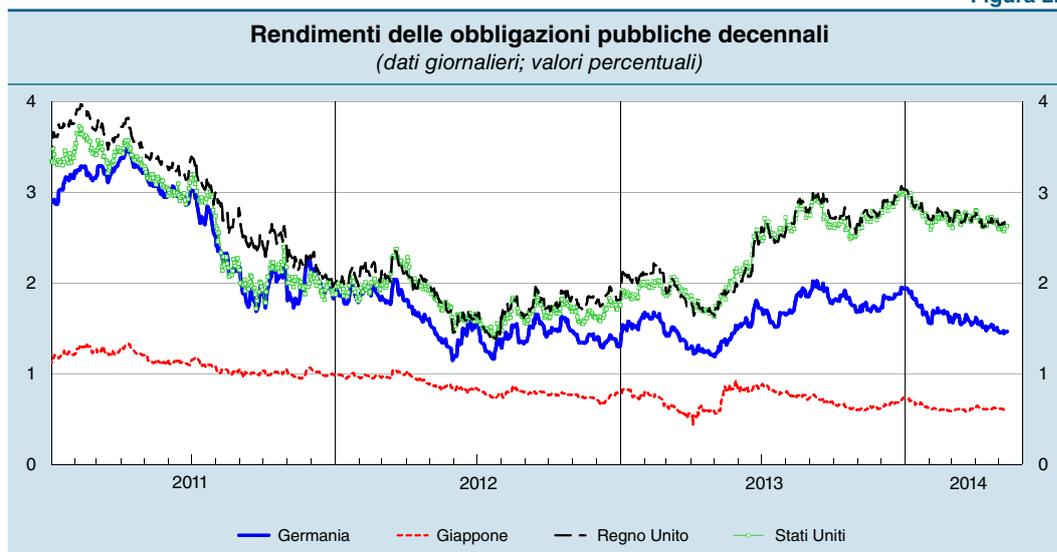
Nei paesi emergenti le condizioni finanziarie si sono inasprite a seguito della reazione degli investitori all'approssimarsi della riduzione dello stimolo monetario negli Stati Uniti, in un contesto già caratterizzato da elementi di debolezza. Nella prima parte dell'anno si era verificata una diminuzione degli afflussi internazionali di portafoglio, in reazione ai segnali di rallentamento della crescita, in primo luogo in Cina. Da maggio le tensioni hanno determinato deflussi di portafoglio, deprezzamento delle valute, aumento dei rendimenti dei titoli obbligazionari, flessione dei corsi azionari. Nel corso dell'estate gli investitori internazionali hanno penalizzato le economie emergenti più vulnerabili per la presenza di squilibri macroeconomici. Nei paesi della UE dell'Europa centrale e orientale le turbolenze sono state relativamente contenute, rispecchiando la minore dipendenza dai finanziamenti internazionali nel comparto di portafoglio e il graduale miglioramento delle prospettive di crescita.

### *I paesi avanzati*

Il miglioramento delle condizioni finanziarie dei paesi avanzati nel 2013 ha interessato tutti i mercati: i premi per il rischio sulle obbligazioni pubbliche di Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda sono diminuiti; i corsi azionari sono aumentati in tutti i principali paesi; i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie si sono ridotti. I rendimenti dei titoli pubblici decennali sono risaliti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e, in misura inferiore, in Germania; sono rimasti pressoché invariati in Giappone, anche per effetto dell'espansione monetaria attuata dalla banca centrale.

I rendimenti dei titoli pubblici decennali nei diversi paesi avanzati hanno riflesso l'andamento differenziato della congiuntura e le attese sulla politica monetaria. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono aumentati di oltre 120 punti base, al 3 per cento; in Germania di 60 punti base, all'1,9; in Giappone sono rimasti sostanzialmente invariati, allo 0,7 (fig. 2.1). Nel primo trimestre dell'anno in corso i rendimenti hanno segnato una flessione, anche per la ricomposizione dei portafogli degli investitori verso le attività meno rischiose (*flight to quality*). Alla metà di maggio si collocavano al 2,6 per cento negli Stati Uniti, al 2,7 nel Regno Unito, all'1,5 in Germania e allo 0,6 in Giappone.

Figura 2.1



Fonte: Thomson Reuters Datastream e statistiche nazionali.

Nei paesi europei maggiormente interessati dalle tensioni sul debito sovrano, nel 2013 gli spread tra i titoli di Stato decennali e il corrispondente titolo tedesco si sono significativamente ridotti, beneficiando del rafforzamento dell'architettura istituzionale della UE (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari*, nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2013) e delle prospettive di una ripresa dell'attività economica. Nella prima parte dello scorso anno i differenziali sono temporaneamente aumentati in connessione con la crisi bancaria a Cipro e con l'incertezza politica in Italia. Dall'estate gli spread di Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda hanno ripreso a ridursi, raggiungendo alla fine dell'anno livelli pari, rispettivamente, a 220, 222, 420 e 151 punti base. Questa tendenza è proseguita nei primi mesi del 2014, sostenuta anche dal consolidamento delle prospettive di ripresa nell'area dell'euro e dagli afflussi di capitali in uscita dai paesi emergenti (fig. 2.2). In aprile, per la prima volta dallo stesso mese del 2010, la Grecia è tornata a emettere obbligazioni sui mercati internazionali.

Nel 2013 i corsi azionari degli Stati Uniti, dell'area dell'euro, del Giappone e del Regno Unito sono aumentati del 31, 21, 56 e 16 per cento, rispettivamente (fig. 2.3). La volatilità dei principali indici di borsa è gradualmente diminuita, attestandosi su valori non lontani da quelli osservati a metà del 2007, prima dell'inizio della crisi finanziaria. Nei primi mesi del 2014 le quotazioni azionarie hanno raggiunto nuovi massimi storici negli Stati Uniti e nel Regno Unito; sono ulteriormente cresciute nell'area dell'euro, mentre in Giappone si sono ridotte, risentendo del ridimensionamento delle prospettive di crescita dell'economia.

Figura 2.2

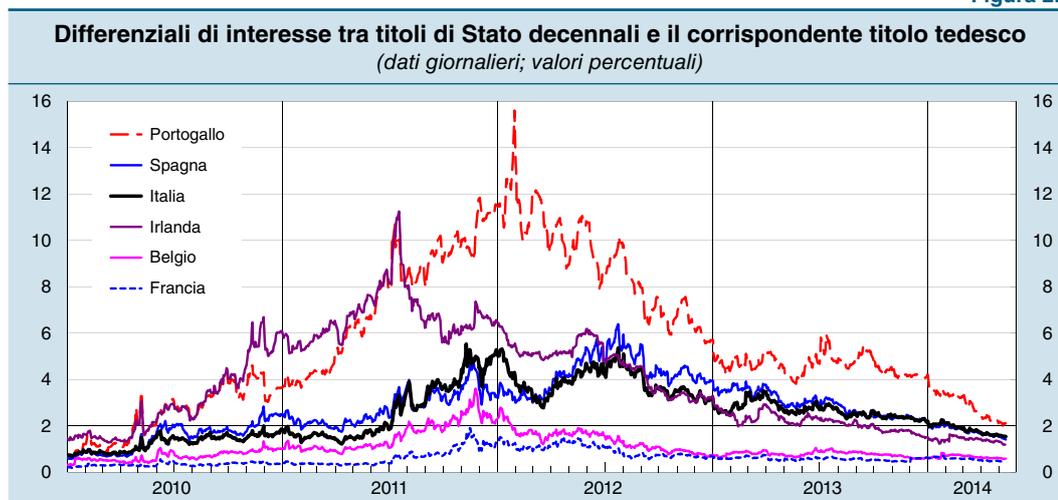
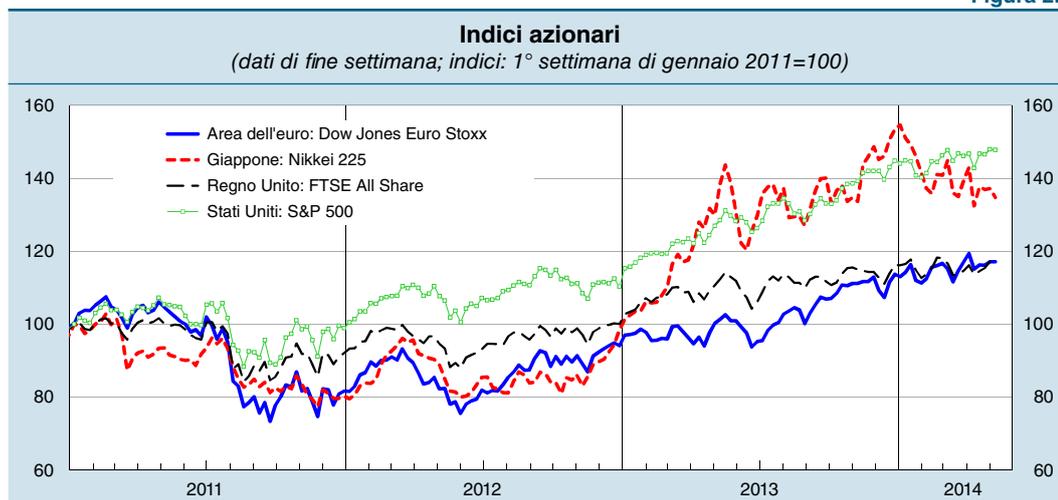


Figura 2.3

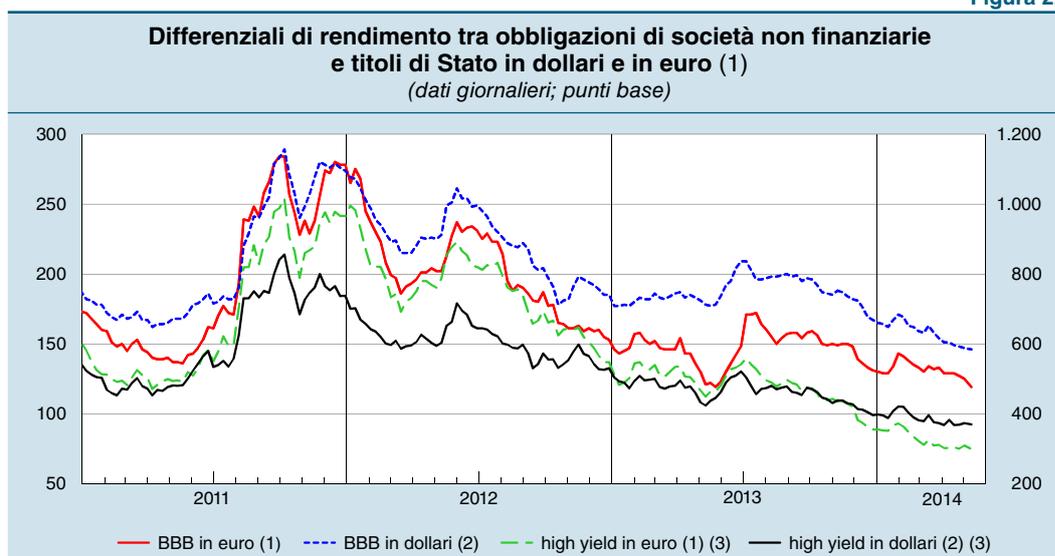


Gli utili delle società quotate statunitensi hanno continuato ad aumentare come nel 2012 (a tassi annuali pari a circa il 5 per cento), mentre quelli delle imprese dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, seppur a un ritmo inferiore a quello dell'anno precedente. In entrambe le economie il rapporto tra quotazioni e utili corretti per il ciclo è aumentato: negli Stati Uniti si colloca su valori appena superiori a quelli della media del periodo 1983-2009; nell'area dell'euro, dove la ripresa è più debole, è ancora inferiore di quasi un quarto rispetto alla media storica.

I premi per il rischio sulle obbligazioni delle società private non finanziarie degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, dopo un temporaneo aumento tra maggio e luglio dello scorso anno, sono tornati a scendere, collocandosi sui valori minimi dall'inizio del 2007 (fig. 2.4). Dalla fine del 2012 i differenziali di rendimento tra le obbligazioni denominate in dollari e in euro delle società non finanziarie con merito di credito elevato (BBB) e i corrispondenti titoli pubblici sono diminuiti entrambi di quasi 40 punti base, a circa 150 e 120 punti, rispettivamente; quelli relativi alle obbligazioni high yield si sono ridotti

all'incirca di 160 e 250 punti base, a 370 e 300 punti. L'emissione di obbligazioni private, sebbene più contenuta rispetto allo scorso anno, è rimasta consistente, favorita dalla forte domanda di titoli a elevato rendimento e, in Europa, anche dal perdurare delle difficoltà di accesso al credito bancario. Nel 2013 l'ammontare delle emissioni (al netto dei rimborsi) negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito è stato complessivamente pari a circa 370 miliardi di dollari, un livello inferiore di quasi un quinto rispetto all'anno precedente, ma nettamente superiore alla media degli ultimi anni.

Figura 2.4



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. – (2) Obbligazioni a tasso fisso denominate in dollari e con vita residua non inferiore all'anno emesse sul mercato interno statunitense; i differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato statunitensi. – (3) Scala di destra.

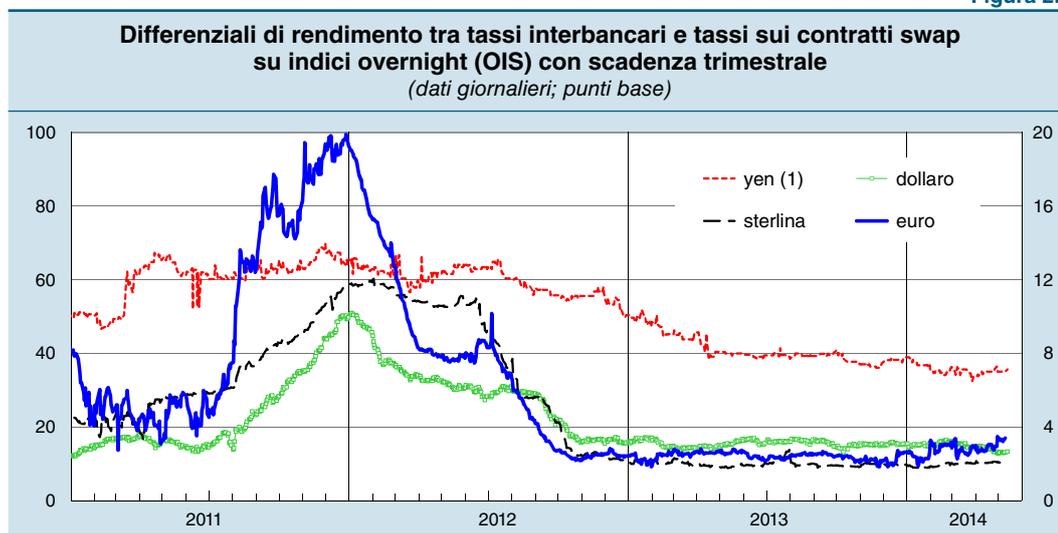
Il credito bancario alle imprese non finanziarie ha continuato a crescere a ritmi sostenuti negli Stati Uniti (7 per cento nel 2013, contro il 12 nell'anno precedente), mentre è diminuito ancora nell'area dell'euro e nel Regno Unito. All'inizio dell'anno in corso si sono manifestati segnali di consolidamento della dinamica dei prestiti negli Stati Uniti e di ripresa nelle altre economie.

*Le indagini sul credito bancario nei principali paesi avanzati relative al primo trimestre del 2014 mostrano un generalizzato miglioramento sia delle condizioni di offerta, sia della dinamica della domanda. La Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices della Riserva federale mostra un allentamento delle condizioni di offerta di finanziamenti e un ulteriore aumento della domanda di prestiti negli Stati Uniti. Secondo la Bank Lending Survey condotta dall'Eurosistema, nell'area dell'euro i criteri adottati nella concessione di prestiti alle imprese sono rimasti invariati, sebbene permangano alcune differenze tra paesi; la domanda di credito è tornata a crescere (cfr. il capitolo 7: La politica monetaria comune); dal lato dell'offerta sarebbe venuto meno, per la prima volta dal secondo trimestre del 2007, il contributo negativo della percezione del rischio sulle prospettive macroeconomiche. L'analoga indagine svolta in Giappone rivela un aumento generalizzato della domanda di credito e un allentamento dei criteri di offerta, più intenso per le piccole imprese. Per il Regno Unito, la Credit Conditions Survey segnala che le condizioni di credito sono migliorate, soprattutto per le società non finanziarie di media e grande dimensione, a fronte di una crescita significativa sia della domanda sia dell'offerta.*

Nel 2013 la percezione del rischio sul mercato interbancario si è mantenuta su livelli contenuti, in linea con quelli prevalenti prima del 2007: in tutti i principali paesi e aree i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari a tre mesi senza garanzia e quelli

sui contratti overnight indexed swap con eguale durata sono rimasti sostanzialmente invariati (fig. 2.5). I premi sui credit default swap a cinque anni relativi ai principali intermediari creditizi internazionali sono scesi di circa 60 punti base per le banche statunitensi e di quasi 70 punti per quelle dell'area dell'euro.

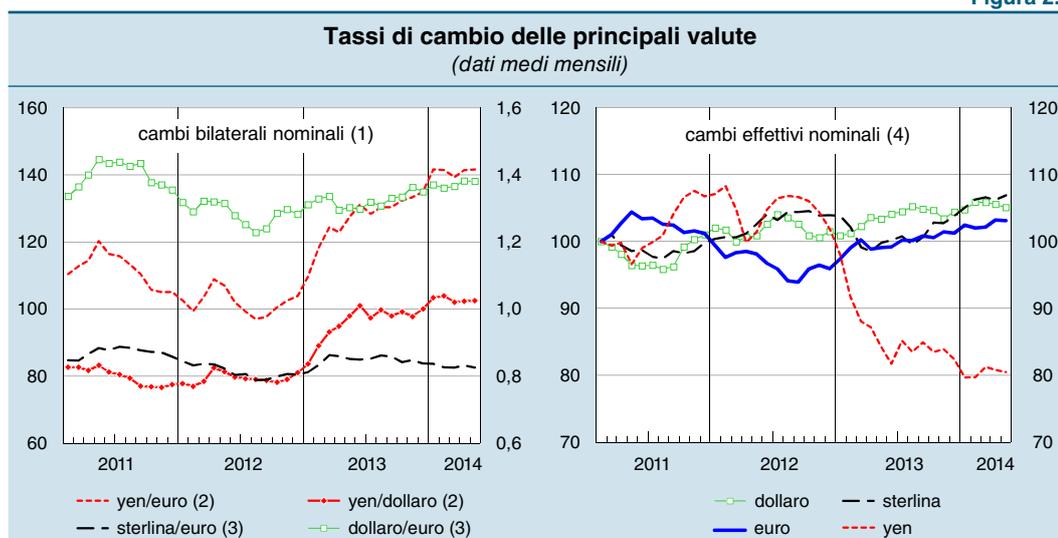
Figura 2.5



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.  
(1) Scala di destra.

Sia il dollaro sia l'euro si sono apprezzati del 5 per cento in termini effettivi nominali nel corso dell'anno, a fronte di un deprezzamento dello yen e di numerose valute dei paesi emergenti. Sul rafforzamento del dollaro ha inciso il rialzo dei tassi di interesse a lungo termine; su quello dell'euro gli afflussi di portafoglio connessi con la riduzione del rischio sovrano, in presenza di rendimenti ancora elevati in alcuni paesi dell'area. Lo yen si è deprezzato del 19 per cento in termini effettivi nominali, sospinto dall'adozione, da parte delle autorità giapponesi, di misure volte a riportare la dinamica dei prezzi a livelli stabilmente positivi (fig. 2.6).

Figura 2.6



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2011=100.

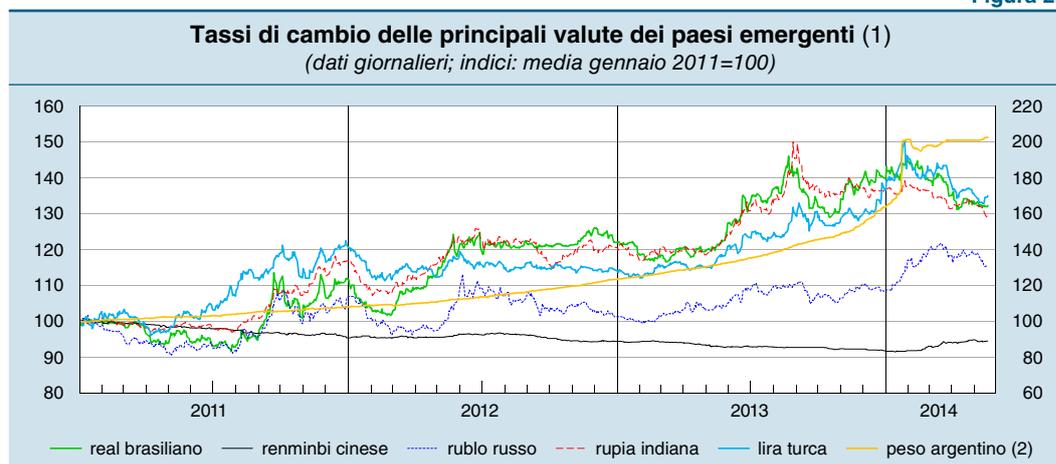
L'indebolimento dello yen è iniziato nell'ottobre del 2012, in seguito ai primi annunci di un orientamento molto espansivo della politica monetaria in Giappone. In quel periodo le posizioni nette degli operatori non commerciali, che dalla fine del 2007 erano state in media positive, indicando attese di un apprezzamento, hanno bruscamente cambiato di segno e, da allora, sono rimaste su valori negativi. Tra gennaio e maggio del 2013 il valore del tasso di cambio effettivo nominale dello yen è sceso significativamente (del 17 per cento). Tra giugno e settembre, in coincidenza con le turbolenze seguite alla diffusione di timori di un avvio anticipato della riduzione dello stimolo monetario negli Stati Uniti, la divisa giapponese ha beneficiato del rimpatrio di fondi dai paesi emergenti, interrompendo temporaneamente la fase di deprezzamento. Da ottobre ha ripreso a indebolirsi e, nei primi mesi del 2014, si è attestata sui valori raggiunti alla fine dell'anno, nonostante il permanere di posizioni speculative nette negative.

## I paesi emergenti

Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti hanno cominciato a peggiorare già dalla prima metà dell'anno in connessione con l'indebolimento delle prospettive di crescita, in particolare dell'economia cinese. Dalla fine di maggio l'incertezza circa i tempi e i modi dell'avvio del piano di riduzione degli acquisti di titoli da parte della Riserva federale ha determinato un peggioramento delle condizioni monetarie esterne, contribuendo ad aggravare ulteriormente le tensioni.

Tali tensioni hanno innescato un deprezzamento delle valute dei principali paesi dell'Asia e dell'America latina durante l'estate (fig. 2.7), soprattutto nelle economie caratterizzate da più marcati squilibri macroeconomici. Nella seconda metà dell'anno è aumentata la correlazione tra l'andamento del cambio e il disavanzo delle partite correnti portando i paesi con più ampio deficit – definiti dagli operatori di mercato *fragile five* (Brasile, India, Indonesia, Sud Africa e Turchia) – a subire le correzioni più significative.

Figura 2.7



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Tassi di cambio rispetto al dollaro. Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. – (2) Scala di destra.

I tassi di interesse sulle scadenze più lunghe hanno registrato nel 2013 un forte aumento, pari a circa 180 punti base dai minimi in maggio, superiore a quello nei paesi avanzati. Nel confronto storico questo aumento appare assai pronunciato, considerando che le entità dei deflussi sul totale delle attività detenute dagli investitori esteri non è stato dissimile da altri episodi.

*La maggiore sensibilità dei mercati locali ai fattori sottostanti ai flussi finanziari globali è riconducibile all'accresciuta presenza nei paesi emergenti di investitori non residenti, più reattivi ai mutamenti nell'intonazione delle politiche monetarie e alle aspettative sui tassi di interesse nei paesi avanzati. La quota di titoli del debito pubblico detenuti da investitori esteri è infatti cresciuta sensibilmente negli ultimi quattro anni, in particolare nel sud-est asiatico.*

I mercati azionari delle economie emergenti hanno registrato un andamento negativo già nella prima parte del 2013, poi aggravato dalle attese di restrizione delle condizioni di liquidità negli Stati Uniti. Gli indici azionari (misurati in dollari) sono tornati a fine anno su livelli prossimi ai minimi della seconda metà del 2011 (fig. 2.8). Si è ampliato il divario con i paesi avanzati, i cui corsi azionari hanno invece continuato a rafforzarsi, proseguendo la tendenza in atto dalla primavera del 2012. Tra le diverse aree emergenti la flessione è stata più marcata in America latina, dove si è protratta anche nei primi due mesi del 2014, portando in febbraio le quotazioni al minimo degli ultimi quattro anni.

**Figura 2.8**



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

I premi per il rischio sovrano, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli del debito pubblico denominati in dollari dei paesi emergenti e quelli degli Stati Uniti, dopo essersi ampliati fino a quasi 400 punti base in giugno, sono scesi a 330 alla fine dell'anno, livello comunque superiore di oltre 60 punti base rispetto alla fine del 2012 (fig. 2.9). Le tensioni riaffiorate all'inizio del 2014 ne hanno provocato un nuovo temporaneo aumento, presto riassorbito.

*I premi per il rischio sovrano, che offrono una misura del rischio paese, sono comunque rimasti su livelli più contenuti rispetto a quanto osservato nelle crisi tra la fine degli anni novanta e l'inizio degli anni duemila. Ciò indica, presumibilmente, che nelle recenti turbolenze gli investitori internazionali non avrebbero percepito un aumento del rischio di insolvenza paragonabile a quello osservato in passato. Questo mutato atteggiamento può rispecchiare il miglioramento nelle variabili economiche fondamentali dei principali paesi emergenti, evidenziato dal generalizzato aumento delle riserve internazionali – cresciute nella media a quasi 9 mesi di importazioni nel 2013, da 4,5 nella seconda metà degli anni novanta – e la riduzione del debito estero (al 24 per cento del PIL, da oltre il 40).*

Figura 2.9

**Differenziali di rendimento tra le obbligazioni sovrane a lungo termine in dollari delle principali economie emergenti e i corrispondenti titoli del Tesoro statunitensi**  
(dati giornalieri, punti base)

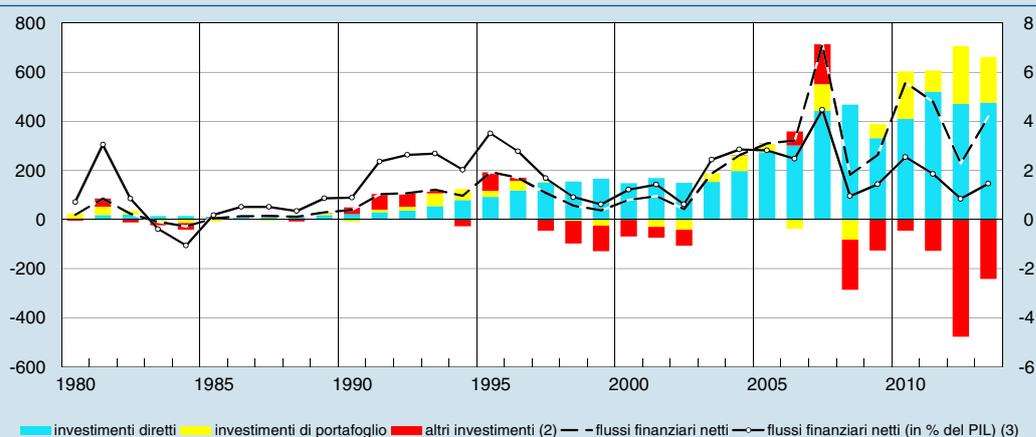


Fonte: Thomson Reuters Datastream e JP Morgan Chase Bank.  
(1) Escluso il Giappone. – (2) Inclusa la Russia.

Nel 2013 gli investimenti di portafoglio verso i paesi emergenti e in via di sviluppo sono diminuiti di oltre il 20 per cento (a 186 miliardi di dollari, da 235 nel 2012), a causa dei deflussi registrati durante i mesi estivi. Tuttavia, nel complesso, i flussi netti di capitali privati sono aumentati da circa 230 miliardi nel 2012 a oltre 400 (1,5 per cento del PIL dei paesi di destinazione). Vi hanno contribuito i minori deflussi alla voce “altri investimenti” della bilancia dei pagamenti, che include i movimenti di capitale bancari, e gli investimenti diretti, rimasti stabili malgrado le revisioni al ribasso delle prospettive di crescita a medio termine di numerose economie emergenti (fig. 2.10).

Figura 2.10

**Paesi emergenti e in via di sviluppo: flussi netti di capitale privato (1)**  
(miliardi di dollari salvo ove diversamente specificato)

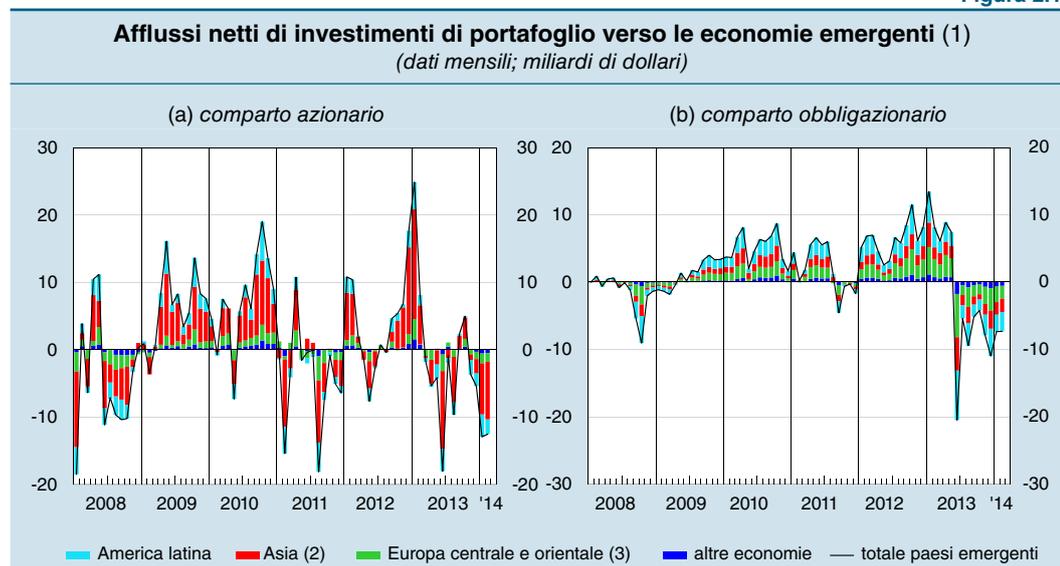


Fonte: elaborazioni su dati FMI.

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

Secondo i dati pubblicati dall'EPFR Global, società che raccoglie settimanalmente informazioni sull'attività di portafoglio dei principali fondi comuni internazionali, nel comparto azionario si sarebbero registrati deflussi netti già da marzo del 2013, per effetto del deterioramento delle prospettive di crescita delle principali economie emergenti (fig. 2.11). Dalla fine di maggio i deflussi si sono estesi anche al comparto obbligazionario, dopo 18 mesi consecutivi di afflussi netti.

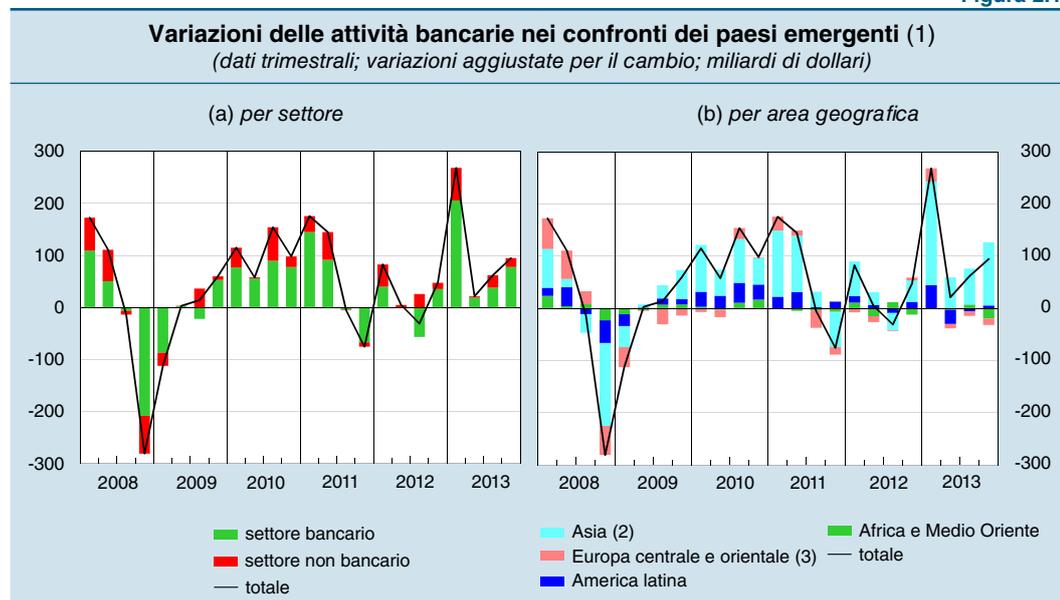
Figura 2.11



Fonte: EPFR Global.

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

Figura 2.12



Fonte: BRI, statistiche bancarie su base locale per residenza.

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

Nel 2013 le esposizioni transfrontaliere nei confronti delle aree emergenti detenute dalle banche internazionali dichiaranti alla BRI sono cresciute di 446 miliardi di dollari (1,6 per cento del PIL delle stesse aree; fig. 2.12). L'aumento si è tuttavia concentrato nei primi tre mesi dell'anno (268 miliardi) e ha rispecchiato l'espansione

dell'attività interbancaria da parte delle banche nei centri offshore asiatici e caraibici verso i prenditori asiatici (in particolare la Cina) e dell'America latina (segnatamente il Brasile). Per la prima volta dal 2011 vi avrebbero contribuito anche banche di alcuni paesi dell'area dell'euro (Francia, Paesi Bassi, Germania e Lussemburgo).

*Secondo le analisi di un gruppo di lavoro della BRI, negli ultimi due decenni l'attività bancaria degli intermediari residenti in Asia si è significativamente internazionalizzata. L'attività transfrontaliera è cresciuta soprattutto verso prenditori residenti nella stessa area geografica (regionalizzazione), a scapito degli intermediari con sede nelle economie avanzate. In Asia circa la metà dell'attività cross-border sarebbe originata da banche con sede in un altro paese della medesima regione.*

### *I paesi della UE dell'Europa centrale e orientale*

Nei paesi della UE dell'Europa centrale e orientale le attese di una politica monetaria meno accomodante negli Stati Uniti hanno avuto ripercussioni di breve durata e relativamente contenute; già dall'estate le condizioni finanziarie erano tornate a migliorare. Sull'andamento dei mercati ha influito favorevolmente il rafforzamento dei segnali di ripresa nell'area dell'euro.

Tra il gennaio 2013 e il maggio 2014 i premi per il rischio sovrano si sono ridotti in tutte le economie dell'area – collocandosi su valori relativamente contenuti nel confronto storico – ad eccezione della Croazia, dove le crescenti incertezze sulla sostenibilità delle finanze pubbliche ne hanno provocato un aumento a oltre 300 punti base. Nello stesso periodo gli indici azionari hanno proseguito la tendenza positiva in atto dai primi mesi del 2012 mentre i tassi di cambio nei confronti dell'euro sono risultati stabili, salvo per la corona ceca che si è deprezzata di circa il 9 per cento anche a seguito degli interventi di acquisto di valuta estera effettuati dalla banca centrale in novembre (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*).

*La migliore tenuta dei mercati dei paesi dell'Europa centrale e orientale rispetto all'insieme dei paesi emergenti riflette, oltre a fattori congiunturali quale la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, anche la riduzione degli squilibri di queste economie. In particolare è diminuita la loro vulnerabilità esterna, grazie al netto miglioramento dei saldi delle partite correnti e alla ridotta dipendenza dai finanziamenti internazionali nel comparto di portafoglio. In quasi tutte le economie dell'area è inoltre migliorata la sostenibilità delle finanze pubbliche.*

Nel corso del 2013 si è attenuato il processo di riduzione delle esposizioni transfrontaliere delle banche estere dichiaranti alla BRI nei confronti dei sistemi bancari dei paesi dell'Europa centrale e orientale, scese a circa 14 miliardi di dollari (pari all'1,2 per cento del PIL), quasi la metà di quanto osservato nel 2012 (27 miliardi di dollari, il 2,4 per cento del PIL). Rimane, tuttavia, una netta differenziazione: a fronte di ampie fuoriuscite di capitali bancari internazionali dalla Croazia, dalla Romania e dall'Ungheria, l'esposizione delle banche estere è cresciuta in Polonia e nella Repubblica Ceca. Il credito bancario al settore privato ha continuato a mostrare una dinamica debole in termini reali, addirittura negativa nei primi tre paesi, inducendo alcune banche centrali ad adottare misure per favorirne la ripresa. La ridotta attività creditizia ha continuato a risentire della debole domanda, dovuta alla fragile situazione finanziaria di famiglie e imprese.

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

Nel 2013 il commercio internazionale di beni e servizi ha continuato a espandersi, seppure a tassi moderati (3,0 per cento), grazie alla più sostenuta dinamica nella seconda parte dell'anno.

L'indice dei prezzi delle principali materie prime è sceso dell'1,6 per cento. Le quotazioni petrolifere hanno fluttuato attorno alla media di 104,1 dollari al barile, un livello che resta elevato in un confronto storico. L'andamento dei prezzi nei principali comparti si è differenziato nel corso dell'anno risentendo di fattori idiosincratici, come l'esito dei raccolti per le materie prime alimentari, la moderazione della domanda di metalli in Cina e la graduale ricomposizione dell'offerta petrolifera verso greggio estratto con tecniche più costose.

L'entità degli squilibri globali ha continuato a ridursi nel 2013; si sono ridimensionati sia gli avanzi di parte corrente della Cina e dei principali paesi esportatori di greggio, sia il deficit statunitense; fa eccezione l'area dell'euro, il cui saldo positivo è ancora cresciuto (cfr. il paragrafo del capitolo 5: *La bilancia dei pagamenti*). Nel caso degli Stati Uniti il processo di riequilibrio scaturisce soprattutto dal calo strutturale del disavanzo energetico seguito all'accresciuta produzione domestica; in Cina la forte dinamica delle importazioni di servizi turistici, connessi con lo stile di vita di una classe media in costante espansione, sta contribuendo a ridurre l'avanzo complessivo.

#### *Il commercio internazionale e gli accordi di libero scambio regionali*

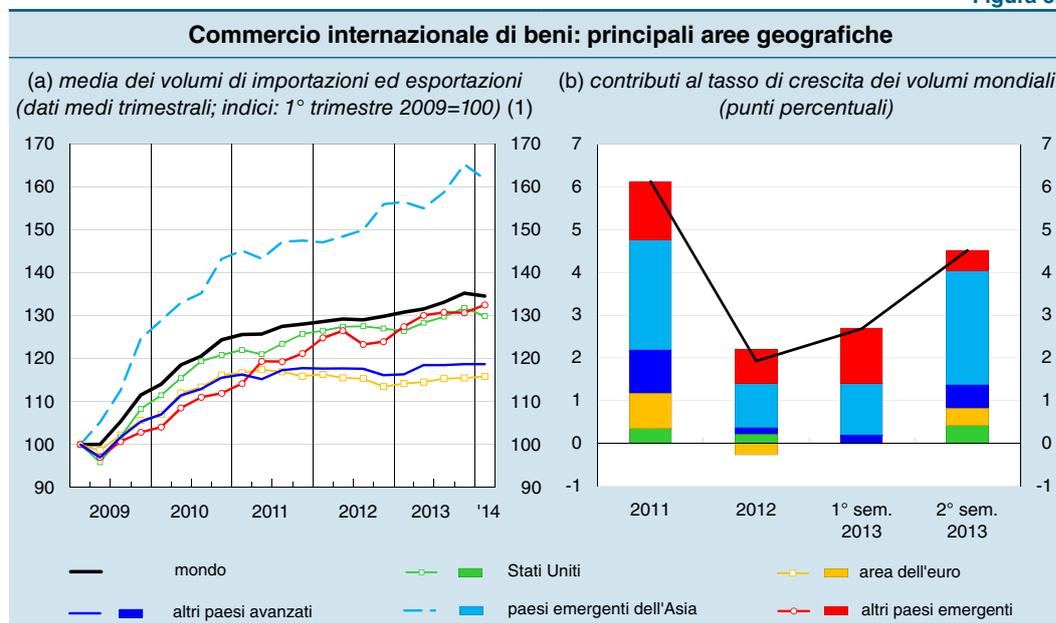
*Il commercio internazionale.* – Il commercio mondiale di beni e servizi nel 2013 è cresciuto a un ritmo moderato (3,0 per cento), nettamente inferiore a quello del quinquennio 2002-07 (8,3 l'anno).

All'arresto degli scambi nel primo semestre, caratterizzato dal peggioramento del quadro congiunturale nei paesi emergenti e dalla stagnazione della domanda proveniente dai paesi avanzati, è seguito un rafforzamento nella seconda metà dell'anno: la crescita dei flussi di commercio di beni dei paesi avanzati è passata dallo 0,4 per cento in ragione d'anno nel primo semestre al 2,7 nel secondo, dal 3,7 all'8,2 nei paesi emergenti dell'Asia (fig. 3.1.a).

*La ripresa degli scambi ha riguardato tutte le principali economie avanzate. Il commercio di beni con l'estero degli Stati Uniti è aumentato del 5,4 per cento nel secondo semestre in ragione d'anno (dallo 0,2 nel primo), beneficiando del consolidamento della crescita economica. Nell'area dell'euro, dopo tre semestri di contrazione e uno di stagnazione, il ritorno a una modesta espansione dei flussi commerciali (1,8 per cento la crescita nel secondo semestre rispetto a -0,1 nel primo) ha riflesso principalmente la domanda di esportazioni esterne all'area, soprattutto quelle di beni verso gli Stati Uniti e l'Asia.*

Gli scambi dei paesi emergenti dell'Asia nella seconda metà dell'anno hanno fornito il contributo più importante alla crescita del commercio internazionale, più che compensando il rallentamento nei restanti paesi emergenti (fig. 3.1.b).

Figura 3.1



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.  
(1) Per il 1° trimestre 2014, media dei primi 2 mesi dell'anno.

Per oltre un decennio la crescita degli scambi dei paesi asiatici ha rappresentato il principale fattore di traino del commercio mondiale; dal 2011 tuttavia lo stimolo proveniente da questa regione si è attenuato per effetto sia della contrazione della domanda delle economie avanzate, sia di un rallentamento dell'attività economica nell'area legato a fattori domestici. Il contributo dei paesi asiatici alla crescita del commercio mondiale è sceso da 7,2 punti percentuali nel 2010 a 1,8 punti lo scorso anno (fig. 3.1.b).

Analizzando i flussi di importazione cinesi – distinti tra quelli prevalentemente destinati a trasformazione e riesportazione (beni intermedi) e quelli diretti a soddisfare la domanda interna (beni ordinari) – emerge come la minore dinamica degli scambi cinesi, in atto dal 2011, rifletta per il 60 per cento la debolezza della domanda interna. Le importazioni di beni intermedi, che spiegano la restante quota, avrebbero risentito dell'indebolimento della domanda estera conseguente all'acuirsi della crisi in Europa (il cui peso sulle esportazioni cinesi sfiorava un quinto nel 2010).

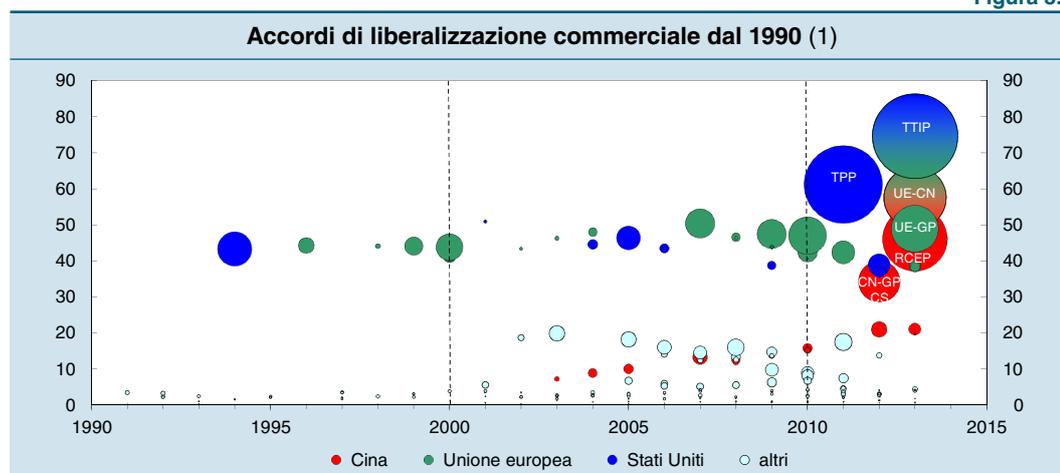
Il commercio mondiale sarebbe tornato a indebolirsi nel primo trimestre dell'anno in corso. Secondo le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale, il volume degli scambi si espanderebbe del 4,3 per cento nel 2014, una crescita ancora contenuta in relazione alla dinamica del PIL mondiale (3,6 per cento), rispetto all'elasticità storicamente osservata.

Negli ultimi anni la dinamica del commercio internazionale è rimasta modesta sia in termini assoluti sia rispetto a quella del PIL mondiale. Si sarebbe all'incirca dimezzata l'elasticità del commercio al PIL, stimata intorno a 2 nel ventennio precedente la crisi. L'elasticità risulta influenzata, fra l'altro, dalle diverse fasi del ciclo economico, dalla composizione degli shock all'economia e dalle politiche pubbliche. Essa avrebbe particolarmente risentito della crisi economica che ha colpito l'Europa nello scorso biennio poiché l'importanza ricoperta dai paesi europei nel commercio internazionale è nettamente superiore al loro peso sul PIL mondiale. Si stima che, se nello scorso biennio l'Europa avesse continuato a crescere e commerciare secondo le tendenze di lungo termine, l'elasticità sarebbe stata circa il 30 per cento superiore a quella effettivamente registrata.

*Le iniziative di liberalizzazione.* – Il 2013 ha rappresentato un anno di svolta per le iniziative di liberalizzazione commerciale, contraddistinto dall'avvio dei negoziati per la Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP), ambizioso accordo bilaterale fra Stati Uniti e Unione europea, dall'avanzamento di quelli per il Trans-Pacific Partnership Agreement (TPP), che interessa oltre agli Stati Uniti e al Giappone numerosi paesi dell'Asia – a esclusione della Cina – e alcuni dell'America latina, e dalla conclusione del primo accordo multilaterale in seno al Doha Round, lo scorso dicembre a Bali.

Gli accordi TTIP e TPP discendono da un ripensamento delle strategie di politica commerciale seguito alla crisi globale. Diversamente dai primi anni del duemila, quando le difficoltà negoziali dell'agenda per lo sviluppo del Doha Round (Doha Development Agenda, DDA) avevano favorito la creazione di una pluralità di accordi bilaterali di più modesto impatto potenziale, dopo la recente crisi globale Stati Uniti, Unione europea e Giappone hanno concentrato gli sforzi negoziali su accordi regionali al di fuori dal consesso multilaterale, che coinvolgono blocchi economici di comparabile forza negoziale e rispondono alle esigenze di un sistema produttivo ormai sempre più organizzato su scala globale (fig. 3.2). Le negoziazioni tra economie di pari rilievo, tuttavia, sono particolarmente delicate e difficili, richiedendo una maggiore disponibilità a scendere a compromessi. Vi è quindi un concreto rischio che le trattative si protraggano oltre gli orizzonti previsti, come testimoniato dalle difficoltà emerse finora in seno ai negoziati per il TTIP e il TPP.

Figura 3.2



Fonti: elaborazioni su dati WTO, FMI e fonti nazionali.

(1) Sull'asse orizzontale è riportata la data di entrata in vigore dell'accordo, ove concluso, o di inizio delle negoziazioni, se ancora in discussione. Sull'asse verticale gli accordi sono ordinati in funzione della dimensione complessiva dei paesi aderenti. L'area delle bolle rappresenta il potenziale di ciascun accordo, funzione oltre che della dimensione economica dei paesi aderenti, anche dell'interazione fra gli stessi, in termini di flussi di investimento e commercio. Il nome degli accordi a maggior potenziale è riportato all'interno delle bolle. Quelli identificati, ancora tutti in fase di negoziazione, sono: TTIP, TPP, UE-CN (accordo sugli investimenti esteri fra UE e Cina), UE-GP (accordo di libero scambio fra UE e Giappone), RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership fra paesi asiatici, promosso dalla Cina), CN-GP-CS (accordo trilaterale fra Cina, Giappone e Corea del Sud).

*Nel corso dei primi incontri del TTIP le posizioni di Stati Uniti e UE sono apparse distanti sui temi dell'intensità della liberalizzazione tariffaria e delle modalità di tutela degli investitori esteri, questioni meno complesse rispetto alle altre, pure in discussione, quali la salute e sicurezza del consumatore e gli appalti pubblici. In quest'ultimo ambito, la normativa statunitense riserva alle imprese nazionali una quota rilevante della spesa pubblica e gli Stati Uniti hanno espresso un veto a negoziare l'apertura alla concorrenza estera degli appalti statali. Le difficoltà di raggiungere un accordo in seno al TPP riguarderebbero, invece, la liberalizzazione del settore automobilistico negli Stati Uniti, di quello agricolo in Giappone e la regolamentazione in tema di protezione della proprietà dei diritti intellettuali, soprattutto in ambito medico-farmaceutico.*

L'armonizzazione della regolamentazione e degli standard tecnici di produzione di beni e servizi è divenuta il fulcro dei negoziati, in ragione degli ostacoli che essi pongono alle scelte di investimento in un paese straniero. Stati Uniti e Unione europea, dato il ruolo centrale rivestito nelle catene globali del valore, mirano a preservare la loro funzione di regolatori mondiali accreditando i propri standard, che già disciplinano gran parte degli scambi internazionali.

Sulla scelta delle principali economie di investire in accordi di liberalizzazione a elevato potenziale hanno influito anche fattori congiunturali. In una fase di stringenti vincoli alla spesa pubblica, questi accordi rappresentano strumenti di stimolo all'attività economica e al commercio internazionale che non incidono direttamente sulle finanze statali.

*I numerosi studi sugli effetti economici dei nuovi accordi di liberalizzazione concordano nell'identificare benefici di lungo periodo per le economie direttamente coinvolte, che oscillano fra i tre decimi e un punto percentuale di PIL, a seconda del modello adottato, degli scenari, del paese e dell'accordo analizzato. Queste valutazioni potrebbero comunque sottostimare le ricadute sulla produttività aggregata e sulla crescita, vista l'ampiezza delle tematiche comprese e la molteplicità dei canali attraverso cui una liberalizzazione commerciale dispiega i propri effetti. I benefici complessivi vanno valutati anche alla luce degli effetti, di più difficile quantificazione ex ante, connessi con lo sfruttamento di economie di scala e di scopo, l'adozione di nuove tecnologie, la riallocazione delle risorse all'interno di ogni settore in favore delle imprese più produttive e verso quelle fasi in cui più forte è il vantaggio comparato. Studi condotti su accordi in essere da molti anni fra economie avanzate confermano che gran parte dell'aumento della produttività aggregata nel decennio che ha seguito le liberalizzazioni commerciali proviene proprio dai canali di più difficile misurazione ex ante.*

L'attenzione dell'opinione pubblica e dei governi sui grandi accordi regionali ha riaperto il dibattito sulle loro implicazioni per il progresso della DDA. Il raggiungimento di un primo accordo in ambito multilaterale, lo scorso dicembre, sembra segnalare che i nuovi grandi negoziati regionali hanno accresciuto la pressione politica e reso più impellente la necessità di giungere a una conclusione del Doha Round.

*L'accordo multilaterale raggiunto a Bali lo scorso 7 dicembre concerne: (a) misure per la promozione delle esportazioni dei paesi più poveri, che li salvaguardino da barriere protezionistiche dei paesi terzi; (b) un regime transitorio di quattro anni per i programmi di sicurezza alimentare, che consenta di sostenere nel breve termine i paesi più poveri senza distorcere il prezzo internazionale delle materie prime alimentari; (c) misure di facilitazione degli scambi, attraverso una modernizzazione delle procedure doganali, che ne migliori la trasparenza e riduca la burocrazia, assai gravosa per le piccole e medie imprese. L'accordo ha il merito di superare lo stallo delle trattative in essere dal 2008, ma trascura questioni delicate come la liberalizzazione dei servizi e la protezione dei diritti di proprietà intellettuale.*

### ***I prezzi delle materie prime***

Nel 2013 i prezzi delle principali materie prime non hanno registrato nel complesso significative variazioni, segnando un calo di appena l'1,6 per cento rispetto al 2012. Fattori specifici dei singoli comparti, come l'esito dei raccolti per le materie prime alimentari, la moderazione della domanda di metalli in Cina e la graduale ricomposizione dell'offerta di petrolio verso greggio estratto con tecniche più costose (favorita dai cali di produzione in alcuni paesi dell'OPEC), hanno prevalso sulle determinanti comuni, spingendo verso una differenziazione della dinamica dei prezzi nel corso dell'anno.

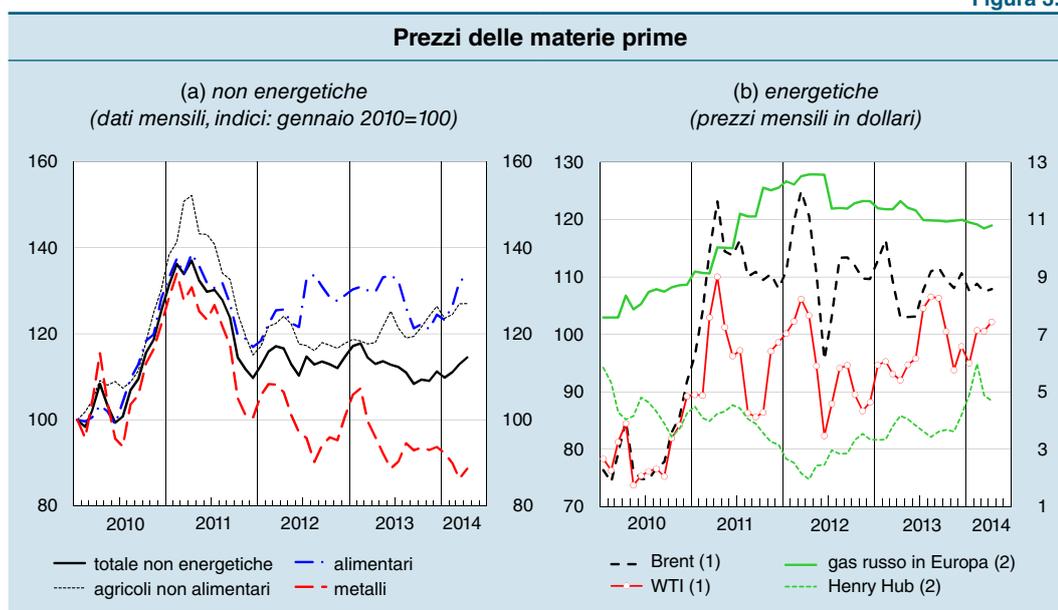
L'indice di prezzo dei principali metalli di base ha ceduto il 4,2 per cento sotto la pressione esercitata, nella prima metà dell'anno, dal rallentamento dell'attività industriale in Cina (cfr. il paragrafo del capitolo 1: *Le principali economie emergenti: Cina, India, Brasile, Russia e Turchia*). I prezzi si sono stabilizzati dall'estate, con il miglioramento del quadro congiunturale globale (fig. 3.3.a).

*La domanda cinese di metalli di base rappresenta oltre il 40 per cento di quella mondiale. Il consumo di materie prime per unità di prodotto è strutturalmente più intenso rispetto agli altri paesi: uno studio dell'FMI mostra che confrontando il rapporto tra consumo di materie prime industriali e PIL per diverse economie che hanno realizzato processi di rapido sviluppo nel passato, quello della Cina si mantiene più elevato lungo tutte le fasi di crescita nell'arco temporale considerato.*

I prezzi delle principali materie prime agricole sono aumentati dell'1,2 per cento; la tendenza crescente, in atto dall'inizio del 2012, si è interrotta temporaneamente nella seconda metà dell'anno, quando il buon esito dei raccolti di grano in Russia e di riso nei paesi produttori dell'Asia ha spinto verso il basso le quotazioni.

Nel comparto energetico il 2013 ha visto il persistere di sostanziali differenze nel livello e negli andamenti dei prezzi fra le principali aree geografiche. Il prezzo medio del gas naturale negli Stati Uniti (rilevato al nodo di smistamento Henry Hub) è salito a 3,7 dollari per milione di unità termali britanniche (*British thermal unit*, BTU), dal minimo storico di 2,7 nel 2012. Il rincaro ha riallineato il prezzo di mercato al costo medio effettivo di estrazione con tecniche non convenzionali (4 dollari circa per milione di BTU), permettendo la riattivazione di numerosi siti di estrazione. Nel resto del mondo, nonostante il calo indotto dalla minore domanda (-6,6 per cento in Europa e -4,4 in Asia rispetto al 2012), il prezzo è rimasto più elevato (11,2 e 17,8 di dollari per milioni di BTU in Europa e in Asia, rispettivamente), risentendo dell'ancoraggio ai corsi del greggio, dominante nei contratti di fornitura asiatici e in una parte di quelli europei (fig. 3.3.b).

Figura 3.3



Fonte: FMI.

(1) Per le qualità di greggio WTI e Brent, prezzo in dollari al barile. - (2) Scala di destra. Per il gas naturale, prezzo in dollari per milione di BTU. Henry Hub è la tipologia di gas di riferimento nel mercato statunitense; il gas russo in Europa è quello importato in Germania dalla Russia, riferimento per il mercato europeo.

Il prezzo del petrolio, nella media delle tre principali qualità, ha continuato a oscillare attorno ai 104,1 dollari al barile, con un modesto calo dello 0,9 per cento rispetto al 2012. Le quotazioni sono state sostenute dalle diffuse interruzioni della produzione nell'area del Nord Africa e del Medio Oriente.

*In Libia le difficoltà del governo nel mantenere il controllo sulle infrastrutture per il trasporto e l'esportazione del greggio sono all'origine della ulteriore contrazione della produzione (di 490.000 barili al giorno), inferiore del 40 per cento rispetto al livello prevalente prima della guerra civile. La produzione iraniana è scesa di altri 320.000 barili al giorno rispetto al 2012, frenata dalle minori esportazioni verso i paesi dell'Asia, divenuta pressoché l'unica destinazione della produzione dall'introduzione dell'embargo commerciale di Stati Uniti e UE fra la fine del 2011 e l'inizio del 2012. La guerra civile in Siria e le tensioni politiche in Egitto, pur incidendo solo marginalmente sull'offerta mondiale di greggio, hanno accresciuto l'incertezza sul mercato, data la posizione geografica dei due paesi; dal primo transita il greggio iracheno, mentre dal secondo, tramite il canale di Suez, nel 2012 è passato il 7 per cento del petrolio trasportato via mare.*

Rispetto al precedente biennio, nel 2013 si è ridotto di circa un terzo (a 10,9 dollari al barile) il differenziale di prezzo fra le due qualità di greggio con analoghe proprietà chimico-fisiche, Brent e West Texas Intermediate (WTI; fig. 3.3.b); riferimento per il mercato europeo e parzialmente per quello asiatico il primo, per il mercato statunitense il secondo.

*Il differenziale fra WTI e Brent, storicamente inferiore a un dollaro, si è allargato dall'inizio del 2011, in seguito alla straordinaria produzione statunitense di idrocarburi non convenzionali, non accompagnata da un adeguamento delle infrastrutture di trasporto che ne facilitasse il deflusso dalle aree centrali, dove il WTI viene immagazzinato e si forma il suo prezzo di mercato, alle raffinerie della costa nel sud degli Stati Uniti. Il divieto di esportazione del greggio, risalente al 1975, la minore dipendenza energetica statunitense dall'estero e i vincoli di natura logistica hanno ridotto il grado di integrazione internazionale del mercato petrolifero, rendendo il prezzo del WTI meno sensibile a shock esterni alla regione. Il prezzo del Brent, invece, ha risentito dell'aumento della domanda del Giappone (dovuta alla sostituzione di energia nucleare con quella fossile, dopo il disastro di Fukushima nel marzo 2011) e delle tensioni geopolitiche nel Nord Africa e in Medio Oriente.*

Nei primi mesi del 2013 l'apertura di alcuni oleodotti che trasportano il greggio dalle aree centrali degli Stati Uniti al golfo del Messico avrebbe spinto in alto il prezzo del WTI; allo stesso tempo il rallentamento dell'attività in Asia avrebbe frenato i corsi del Brent, favorendo una riduzione del differenziale tra Brent e WTI fino al minimo di 3,2 dollari al barile lo scorso luglio. Il successivo ampliamento, con la ripresa dell'attività economica globale nel secondo semestre, indica che uno spread positivo potrà permanere almeno fino alla piena operatività, prevista per la fine di quest'anno, di tutti i nuovi oleodotti americani.

Nonostante la contrazione della produzione dei paesi OPEC (di 700.000 barili al giorno, pari allo 0,8 per cento dell'offerta mondiale), nel 2013 il mercato del greggio ha nuovamente registrato un eccesso di offerta pari al 0,2 per cento della domanda mondiale (tav. 3.1). Esso riflette interamente l'incremento annuo di produzione da frantumazione idraulica di formazioni rocciose (*fracking*) negli Stati Uniti (1,1 milioni di barili al giorno), che ha superato le proiezioni dell'Agenzia statunitense per l'energia (Energy Information Administration, EIA). La ricomposizione dell'offerta verso fonti di energia non convenzionali, con elevati costi di estrazione, ha tuttavia impedito un abbassamento dei prezzi di mercato.

Secondo stime dell'EIA il costo di esplorazione ed estrazione del greggio attraverso fracking è oltre il triplo rispetto alle produzioni convenzionali (negli Stati Uniti 52 dollari al barile contro 16). Questo implica un più elevato prezzo di equilibrio del greggio, cioè il valore che garantisce la redditività delle società estrattive a capitale privato, che si collocerebbe secondo l'Agenzia internazionale per l'energia (IEA) fra 1,75 e 2,25 volte il costo medio di produzione. Nello scorso triennio, in linea con queste valutazioni, le quotazioni del greggio hanno fluttuato all'interno di un intervallo (90-118 dollari al barile), coerente con la relazione fra i maggiori costi di produzione dell'offerta marginale, ottenuta con tecniche non convenzionali, e il prezzo di equilibrio.

Tavola 3.1

Domanda e offerta di petrolio (1)						
VOCI	Millioni di barili al giorno				Variazione percentuale (2)	
	2008	2010	2012	2013	2012	2013
<b>Domanda</b>						
<b>Mondo</b>	<b>86,7</b>	<b>88,4</b>	<b>90,2</b>	<b>91,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
OCSE	47,6	47,0	46,0	46,1	-1,1	0,2
non OCSE	39,0	41,4	44,2	45,3	4,0	2,5
di cui: Cina	7,7	8,9	9,9	10,1	6,5	2,0
<b>Offerta</b>						
<b>Mondo</b>	<b>86,7</b>	<b>87,4</b>	<b>91,0</b>	<b>91,6</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>
OPEC	36,1	34,7	37,5	36,8	4,7	-1,9
di cui: Arabia Saudita	8,9	7,9	9,5	9,4	5,0	-1,2
non OPEC	50,6	52,7	53,4	54,7	1,1	2,4
di cui: Stati Uniti	7,0	7,8	9,2	10,3	12,8	12,4

Fonte: IEA, *Oil Market Report*, maggio 2014.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Variazioni sull'anno precedente.

La crescita della domanda mondiale di petrolio si è attestata all'1,3 per cento in media d'anno (tav. 3.1). Il ritorno all'espansione dei consumi negli Stati Uniti (2,1 per cento) ha più che compensato il calo nei restanti paesi avanzati e la minore crescita nell'insieme dei paesi emergenti (2,5 per cento). Quest'ultima risulta quasi interamente spiegata dalla modesta dinamica dei consumi cinesi, la più bassa dal 2008 (2,0 per cento da 6,5 del 2012).

Nei primi mesi del 2014 i corsi dei metalli sono tornati a flettere, in connessione con l'indebolimento dell'attività industriale in Asia. L'indice delle materie prime alimentari è salito in seguito alle tensioni esplose fra Russia e Ucraina, terzo polo di esportazione di grano al mondo dopo Stati Uniti e Unione europea. Per contro i mercati delle materie prime energetiche non hanno finora reagito ai timori circa le possibili conseguenze di un inasprimento delle sanzioni imposte alla Russia da Stati Uniti e UE. Le eventuali ripercussioni sarebbero più severe nel mercato del gas, per la ridotta sostituibilità fra fonti di approvvigionamento nel breve termine.

Nel 2012 oltre un terzo del gas importato dalla UE proveniva dalla Russia, il secondo fornitore più importante dopo la Norvegia (35 per cento) e prima dell'Algeria (14 per cento); metà della fornitura russa giungeva attraverso l'Ucraina. Dalla Russia arrivava anche il 30 per cento delle importazioni di petrolio dell'Unione, di cui il 40 per cento tramite l'Ucraina. Per l'Italia le forniture russe sono rilevanti (28 per cento delle importazioni di gas e 15 di quelle di greggio), seppur inferiori alla media della UE. I riflessi di un'interruzione nella fornitura di greggio sarebbero mitigati da una maggiore diversificazione delle fonti di approvvigionamento, grazie all'esistenza di strutture che consentono le importazioni dal Nord Africa, dal Golfo Persico e dal Mare del Nord. Il mercato del gas naturale, invece, rimane confinato a una dimensione regionale, dove i fornitori locali hanno un forte potere di mercato e scarse sono le alternative al gas russo.

I prezzi del gas e del greggio nei primi mesi del 2014 sono stati influenzati dalle condizioni climatiche: i rincari negli Stati Uniti hanno riflesso temperature particolarmente rigide mentre un clima mite ha depresso le quotazioni in Europa.

### *Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti*

Nel 2013, in un contesto di debole crescita economica mondiale e relativa stabilità dei corsi del greggio, l'entità degli squilibri globali ha continuato a ridursi. Si sono ridimensionati sia gli avanzi di parte corrente della Cina, del Giappone e dei principali paesi esportatori di greggio, sia il disavanzo statunitense. Il processo di riequilibrio scaturisce soprattutto dal calo strutturale del deficit energetico statunitense e dalla pronunciata dinamica delle importazioni di servizi turistici in Cina. Fa eccezione l'area dell'euro, il cui avanzo è cresciuto ancora, sospinto da un recupero delle esportazioni extra area e da un andamento debole delle importazioni, frenate dalla flessione della domanda interna dei paesi periferici.

Negli Stati Uniti il disavanzo di parte corrente è sceso al 2,3 per cento del PIL, il valore più basso da oltre 15 anni (tav. 3.2). Tale andamento deriva principalmente dalla nuova contrazione del deficit energetico, di oltre il 20 per cento (-59 miliardi di dollari), avvenuta nonostante l'aumento dei consumi interni, e da un più ampio avanzo nella componente dei servizi, che ha pesato per un terzo. Parte di questi guadagni sono stati riassorbiti dal maggior disavanzo nell'interscambio di beni non energetici, cresciuto di 19,6 miliardi di dollari. Il contributo positivo derivante dal saldo dei redditi è stato marginale.

*Negli anni successivi alla crisi il mercato ampliamento del saldo positivo dei redditi netti dall'estero, passati da 43 miliardi di dollari nel 2006 al massimo di 232 nel 2011, ha contribuito a ridurre il disavanzo corrente degli Stati Uniti di oltre un punto percentuale di PIL. Il miglioramento del saldo è dovuto sia alla diminuzione del rendimento delle passività, per circa tre quarti rappresentate da titoli di debito pubblico statunitense detenuti da stranieri, sia all'aumento di quello degli attivi sull'estero. Nel primo caso, ha influito il rapido abbassamento del tasso di policy nella fase più acuta della crisi; nel secondo, la ripresa dal 2010 della crescita mondiale, dei profitti e dei dividendi. Con la normalizzazione dell'intonazione della politica monetaria statunitense, verrebbero gradualmente meno sia l'effetto del primo fattore sia parte del sostegno fornito alle economie nel resto del mondo dalla liquidità immessa sui mercati dalla Riserva federale.*

La scomposizione geografica del saldo di parte corrente degli Stati Uniti offre un quadro coerente con quello aggregato: i disavanzi con la Cina, il Giappone e l'area dell'euro si sono ridimensionati leggermente, e i saldi commerciali sono rimasti pressoché invariati rispetto al 2012; il disavanzo corrente nei confronti dei paesi esportatori di petrolio si è ridotto di quasi il 40 per cento nel 2013 (a poco più di un quarto del massimo segnato nel 2008).

Gli afflussi netti di capitali esteri sono saliti a 906 miliardi di dollari. Lo scorso anno, diversamente dal 2012, i capitali privati sono tornati a finanziare la maggior parte del disavanzo corrente degli Stati Uniti; quelli provenienti da autorità ufficiali estere si sono indeboliti, scendendo su un livello analogo a quello del biennio 2010-11 (30 per cento degli afflussi netti totali). Dopo un calo nel 2012, la voce altri investimenti, che include i movimenti bancari, si è nettamente rafforzata (350 miliardi di dollari); sono

Tavola 3.2

<b>Bilancio dei pagamenti correnti e riserve valutarie</b> (miliardi di dollari e valori percentuali)									
PAESI E AREE	Saldi correnti (1)						Variazione delle riserve valutarie		
	2011		2012		2013		2011	2012	2013
	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Quota sul PIL	Valore	Valore	Valore
<b>Stati Uniti</b>	<b>-457,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-440,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-379,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>15,5</b>	<b>2,2</b>	<b>-5,6</b>
<b>Area dell'euro (2)</b>	<b>11,3</b>	<b>0,1</b>	<b>162,2</b>	<b>1,3</b>	<b>287,7</b>	<b>2,3</b>	<b>16,5</b>	<b>15,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>Giappone</b>	<b>119,3</b>	<b>2,0</b>	<b>60,4</b>	<b>1,0</b>	<b>34,3</b>	<b>0,7</b>	<b>196,7</b>	<b>-31,0</b>	<b>10,1</b>
<b>Regno Unito</b>	<b>-36,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-92,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-84,6</b>	<b>-3,3</b>	<b>10,9</b>	<b>9,3</b>	<b>3,8</b>
<b>Canada</b>	<b>-49,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>-62,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-58,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>8,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>
<b>America latina e Caraibi</b>	<b>-79,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-107,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-153,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>105,6</b>	<b>58,1</b>	<b>4,7</b>
Brasile	-52,5	-2,1	-54,2	-2,4	-81,4	-3,6	63,3	19,2	-13,4
<b>Asia escluso il Giappone</b>	<b>241,3</b>	<b>1,8</b>	<b>259,6</b>	<b>1,8</b>	<b>336,2</b>	<b>2,1</b>	<b>430,0</b>	<b>238,2</b>	<b>527,5</b>
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	144,0	6,9	155,5	7,2	191,1	8,4	45,0	90,1	39,7
Corea del Sud	26,1	2,3	48,1	4,3	70,7	5,8	12,8	19,0	18,4
Hong Kong	12,9	5,2	7,3	2,8	8,6	3,1	16,6	32,0	-6,1
Singapore	63,3	23,2	49,4	17,4	54,4	18,4	12,0	21,6	13,8
Taiwan	41,7	9,0	50,7	10,7	57,4	11,7	3,5	17,6	13,6
ASEAN-4	46,4	2,7	-0,1	..	-10,0	-0,5	52,3	20,4	-26,6
Filippine	7,1	3,2	7,2	2,9	9,4	3,5	11,9	6,2	2,2
Indonesia	1,7	0,2	-24,4	-2,8	-28,5	-3,3	13,6	2,3	-12,5
Malaysia	33,5	11,6	18,6	6,1	11,8	3,8	26,9	6,0	-4,3
Thailandia	4,1	1,2	-1,5	-0,4	-2,8	-0,7	-0,1	5,9	-12,0
Cina	136,1	1,9	193,1	2,3	188,7	2,1	336,7	128,3	508,4
India	-78,2	-4,2	-88,2	-4,7	-37,2	-2,0	-4,0	-0,7	5,9
<b>Europa centrale e orientale</b>	<b>-118,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-80,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-75,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>8,6</b>	<b>29,8</b>	<b>20,0</b>
<b>Paesi esportatori di petrolio</b>	<b>635,6</b>	<b>11,5</b>	<b>607,5</b>	<b>10,4</b>	<b>445,2</b>	<b>7,4</b>	<b>126,1</b>	<b>279,0</b>	<b>-49,2</b>
OPEC	479,4	15,7	497,2	15,3	376,7	11,5	95,4	227,5	-53,9
Algeria	19,8	9,9	12,3	6,0	0,9	0,4	20,2	8,5	3,4
Angola	13,1	12,6	10,6	9,2	6,0	5,0	9,0	4,6	-0,6
Arabia Saudita	158,6	23,7	164,7	22,4	129,8	17,4	96,0	115,8	68,8
Ecuador	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,4	-1,5	0,2	-0,6	2,2
Emirati Arabi Uniti	50,9	14,6	66,6	17,3	59,1	14,9	-32,8	47,0	21,2
Iran (3)	59,4	11,0	26,3	6,6	29,7	8,1	..	..	..
Iraq	22,3	12,0	14,5	6,7	..	..	10,4	8,0	7,4
Kuwait	67,2	41,8	79,8	43,2	71,9	38,8	4,6	3,1	3,3
Libia	3,2	9,1	29,0	35,4	-1,9	-2,8	5,2	13,6	-118,4
Nigeria	8,8	3,5	20,4	7,7	13,4	4,7	0,3	11,2	-46,4
Qatar	52,0	30,3	62,3	32,4	59,2	29,2	-14,4	16,3	9,1
Venezuela	24,4	7,7	11,0	2,9	9,9	2,7	-3,2	0,0	-3,9
Messico	-12,3	-1,1	-14,8	-1,2	-22,3	-1,8	23,7	16,4	15,0
Norvegia	66,4	13,5	71,7	14,3	54,4	10,6	-3,4	2,5	6,7
Russia	97,3	5,1	72,0	3,6	33,0	1,6	10,4	32,6	-17,0

Fonte: FMI.

(1) A causa di errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche internazionali, la somma algebrica dei saldi correnti di tutti i paesi del mondo, anziché nulla, risulta positiva. Secondo stime dell'FMI, dal 2011 tale somma è stata pari allo 0,5 per cento del PIL, equivalente a 403,3 miliardi di dollari nel 2013. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (3) I flussi di riserve relativi all'Iran, che includono l'oro, sono di valore trascurabile.

anche cresciuti, seppur in misura minore, gli acquisti netti di titoli di debito (saliti del 6,4 per cento a 526 miliardi di dollari) e gli investimenti diretti esteri. Contestualmente vi è stato un pesante deflusso dei capitali collocati in titoli azionari statunitensi.

*Nel 2013 gli investitori stranieri hanno operato un disinvestimento netto di fondi dal comparto azionario, cui non si assisteva dal 1992 (90 miliardi di dollari; tav. 3.3), a fronte di un rapporto fra i corsi azionari e l'utile distribuito superiore alla media di lungo termine. Le vendite nette da parte degli investitori asiatici, in prevalenza giapponesi, spiegherebbero interamente il deflusso complessivo: i capitali asiatici, fuoriusciti nella prima parte dell'anno sono rientrati negli Stati Uniti, primariamente sotto forma di altri investimenti e investimenti diretti esteri, nel secondo semestre.*

**Tavola 3.3**

<b>Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi netti di capitali di non residenti (1)</b> (miliardi di dollari)					
VOCI	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Totale</b>	<b>315,1</b>	<b>1333,9</b>	<b>969,0</b>	<b>543,9</b>	<b>906,1</b>
<i>Per tipo di flusso</i>					
Investimenti diretti	150,4	205,9	230,2	166,4	193,4
Investimenti di portafoglio	484,9	873,3	413,0	726,6	435,3
di cui: azioni	219,3	179,0	133,7	232,1	-90,2
titoli di debito	265,6	694,3	279,3	494,5	525,5
Altri investimenti	-320,3	254,8	325,8	-349,1	277,4
<i>Per tipo di investitore estero</i>					
Investitori privati	-165,2	935,6	715,2	150,0	622,3
Autorità ufficiali estere	480,3	398,3	253,8	393,9	283,7
<i>Per memoria:</i>					
Saldo del conto delle partite correnti	-381,6	-449,5	-457,7	-440,4	-379,3
Saldo del conto capitale	-0,1	-0,2	-1,2	7,0	-0,4
Saldo del conto finanziario (2)	231,1	438,0	551,7	439,4	351,2
Investimenti diretti	-159,9	-95,2	-178,8	-221,9	-166,3
Investimenti di portafoglio	257,9	734,2	269,2	581,7	46,4
Altri investimenti	140,5	-213,2	442,2	91,0	469,9
Transazioni in strumenti derivati	44,8	14,1	35,0	-7,1	-1,9
Variazione delle riserve	-52,3	-1,8	-15,9	-4,5	3,1
Errori e omissioni	150,8	11,6	-92,8	-5,9	28,5

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Al netto dei disinvestimenti. - (2) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

L'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio è sceso al 7,4 per cento del PIL nel 2013 (da 10,4 nel 2012; tav. 3.2). La flessione, diffusa tra i paesi OPEC, è stata più pronunciata per l'Arabia Saudita e la Libia (rispettivamente circa 35 e 31 miliardi di dollari). Tra gli altri esportatori, il calo è stato notevole per la Russia, i cui introiti petroliferi si sono più che dimezzati rispetto al 2012.

Il saldo positivo delle partite correnti nell'area dell'euro è salito, al 2,4 per cento del PIL (dal 1,4 del 2012), riflettendo posizioni molto eterogenee al proprio interno: alla perdurante debolezza dei consumi, soprattutto nei paesi frenati dalla recessione, si è contrapposta una domanda più dinamica proveniente dal resto del mondo. Quasi tutti i paesi membri hanno segnato maggiori avanzi, o minori disavanzi, correnti; Spagna e Italia sono passate da un deficit a una posizione di avanzo; sono rimasti elevati gli avanzi di Germania e Paesi Bassi (cfr. il riquadro: *Il saldo di parte corrente e le esportazioni di beni dell'Italia*, in *Bollettino economico*, n.1, 2014).

In concomitanza con una debole ripresa degli scambi internazionali, è tornato a crescere moderatamente l'avanzo corrente delle economie dell'Asia (2,1 per cento del PIL, da 1,8 del precedente biennio), trainato dai paesi di nuova industrializzazione. Si è ancora ridotto quello del Giappone (0,7 per cento del PIL), ad appena un terzo del massimo segnato nel 2011, per effetto dell'accresciuta dipendenza energetica dall'estero, seguita all'incidente di Fukushima, e del deprezzamento dello yen (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Le importazioni di prodotti petroliferi sono salite al 3,7 per cento del PIL nel 2013, dal minimo del 2,4 per cento nel 2010.

In Cina l'avanzo di parte corrente ha registrato una modesta flessione in termini nominali rispetto al 2012 (189 miliardi di dollari), scendendo al 2,1 per cento del PIL. L'avanzo della bilancia commerciale di beni è cresciuto in misura contenuta, compensando appena il maggior disavanzo in quella dei servizi.

*In rapporto al PIL il saldo corrente della Cina si è costantemente ridotto, dal massimo storico del 10 per cento raggiunto nel 2007. Nel biennio 2009-2010 la dinamica è stata guidata da una flessione delle esportazioni e da un aumento delle importazioni di beni, soprattutto materie prime, grazie anche alle politiche di stimolo alla domanda. Nel periodo più recente a una minore crescita degli scambi internazionali di beni si è affiancata una netta espansione delle importazioni di servizi, il cui saldo negativo è stato nel 2013 ben quattro volte superiore al 2010 (122 miliardi di dollari). L'andamento aggregato riflette prevalentemente quello dei servizi turistici, che spiegano il 72 per cento del maggior disavanzo rispetto al 2012. I servizi di trasporto, che sono in parte connessi a quelli turistici e che rappresentano la seconda componente per dimensione nella bilancia commerciale dei servizi, contribuiscono per la restante quota.*

Nel 2013 l'accumulo di riserve valutarie su scala globale è stato di 513 miliardi di dollari, la metà rispetto ai massimi registrati nel triennio 2009-2011. Il processo di accumulo è interamente riconducibile agli acquisti di valuta da parte della Cina, saliti a 508 miliardi (tav. 3.2). Anche depurati dagli effetti di valutazione, gli acquisti netti della Banca centrale sul mercato valutario sarebbero comunque elevati, attorno ai 480 miliardi di dollari.

*Nel 2013 la Banca centrale cinese è intervenuta massicciamente sul mercato dei cambi; gli acquisti, avvenuti per quasi due terzi nell'ultimo quadrimestre dell'anno, hanno arrestato l'apprezzamento del renminbi che nel complesso dell'anno è proceduto a un ritmo analogo a quello del 2012 (5,1 per cento). Nonostante l'allargamento della banda di oscillazione nei confronti del dollaro, nell'aprile del 2012 e nuovamente lo scorso aprile, le autorità cinesi appaiono ancora poco propense a lasciare alle forze di mercato la determinazione del cambio.*

Nel resto dell'Asia l'accumulo di riserve nel 2013 è stato di entità trascurabile, appena il 5 per cento della crescita media nel quadriennio 2009-2012. Come in altri paesi emergenti, questo andamento ha riflesso gli interventi sul mercato valutario effettuati per contrastare l'effetto sul cambio dei deflussi di capitali e un'eccessiva volatilità della valuta nazionale nei mesi successivi all'annuncio del *tapering* negli Stati Uniti (cfr. il paragrafo del capitolo 2: *I paesi emergenti*).

Le consistenze delle riserve valutarie dei paesi esportatori di petrolio si sono ridotte di quasi 50 miliardi di dollari rispetto al 2012, per la prima volta dopo la crisi globale (tav. 3.2). Circa i tre quarti del calo delle riserve di questi paesi si è concentrato in Libia, Nigeria e Russia.

## 4. LA COOPERAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE

Nel 2013 è continuato l'impegno dei paesi e delle istituzioni finanziarie internazionali per promuovere la crescita globale. Il Fondo monetario internazionale ha approvato nuovi programmi di assistenza finanziaria. Non sono ancora entrate in vigore, in attesa della ratifica da parte degli Stati Uniti, la quattordicesima revisione generale delle quote e la riforma della governance dell'istituzione, entrambe approvate dal Board of Governors dell'FMI nel dicembre 2010.

Il G20 ha mantenuto un ruolo di coordinamento delle politiche economiche attraverso l'attività del gruppo di lavoro sul Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth. Per il 2014 la presidenza australiana del gruppo si è impegnata a dare un nuovo impulso al processo, puntando a fare del G20 il principale foro per la formulazione e il coordinamento di politiche economiche per una crescita globale solida, sostenibile e bilanciata. In questo quadro il G20 ha rafforzato l'impegno per facilitare gli investimenti in infrastrutture e quelli delle piccole e medie imprese.

Nel 2013 l'agenda del G20 per lo sviluppo ha visto l'intensificarsi degli sforzi per favorire l'inclusione finanziaria. È proseguito, sotto l'egida delle Nazioni Unite, il lavoro di consultazione per la definizione di nuove linee guida che sostituiscano gli Obiettivi di sviluppo del millennio (OSM), approvati dall'Assemblea generale nel 2000, il cui orizzonte temporale si concluderà nel 2015. La Banca Mondiale ha avviato un profondo processo di riforma organizzativa e finanziaria per sostenere i propri obiettivi strategici, annunciati nel 2013, di eliminazione della povertà estrema e di sostegno ai redditi delle fasce più deboli della popolazione. Gli aiuti ufficiali hanno ripreso a crescere, dopo il calo nei due anni precedenti, essenzialmente dovuto alle misure di correzione dei conti pubblici nei paesi donatori.

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

*Risorse dell'FMI e prestiti ai paesi membri.* – Nel 2013 e nei primi quattro mesi del 2014 il Fondo ha approvato otto nuovi programmi di assistenza finanziaria per un totale di 20,1 miliardi di diritti speciali di prelievo (DSP), equivalenti a circa 32 miliardi di dollari. Ha, inoltre, rinnovato due programmi di tipo precauzionale: la Flexible Credit Line della Polonia, per un ammontare di circa 22 miliardi di DSP, e quella della Colombia (3,9 miliardi). I rinnovi estendono i rispettivi programmi di due anni, portando la durata complessiva dell'impegno del Fondo nei confronti di questi paesi a sei anni, a partire dalla prima sottoscrizione nel 2009.

*Nel periodo in esame il Fondo ha approvato due Stand-by Arrangement (SBA), a favore della Romania (per un importo pari a circa 1,7 miliardi di DSP) e della Tunisia (per 1,1 miliardi) e cinque Extended Fund Facility (EFF) a favore del Pakistan (4,4 miliardi), di Cipro (891 milioni), della Giamaica (615 milioni), dell'Albania (295 milioni) e dell'Armenia (82 milioni).*

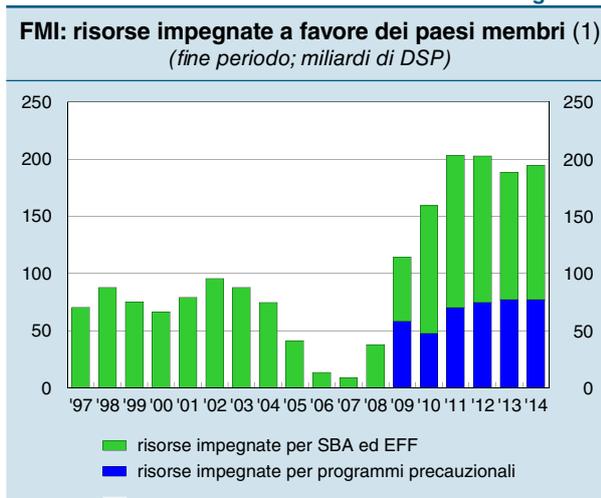
Lo scorso 30 aprile il Fondo ha inoltre approvato un SBA con durata biennale a favore dell'Ucraina per un ammontare complessivo di quasi 11 miliardi di DSP (circa 17 miliardi di dollari, pari a otto volte la quota di partecipazione del paese nell'istituzione) e con un esborso immediato di circa 2 miliardi di DSP. Il programma dell'FMI punta a sostenere un ambizioso progetto delle autorità ucraine per stabilizzare il settore finanziario, ridurre il deficit fiscale e riformare profondamente le politiche energetiche; sono previsti il mantenimento di un tasso di cambio flessibile e misure per rafforzare la governance e la trasparenza. I rischi legati all'implementazione del programma sono molto elevati, a causa della fragilità dell'economia ucraina e delle attuali tensioni geopolitiche con la Russia (cfr. il capitolo 1: Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree); si procederà alla revisione dell'accordo nel caso in cui le autorità ucraine dovessero perdere il controllo della parte orientale del paese.

Alla fine dello scorso aprile lo stock di credito erogato dall'FMI, interamente riconducibile alla sottoscrizione di programmi SBA ed EFF, era leggermente inferiore rispetto a quello degli ultimi anni, attorno agli 81 miliardi di DSP. Alla stessa data le risorse finanziarie impegnate dal Fondo per l'assistenza ai paesi membri ammontavano a quasi 195 miliardi di DSP, di cui circa il 40 per cento disponibili mediante programmi di tipo precauzionale (fig. 4.1).

Le risorse finanziarie dell'FMI provengono di norma dalle quote di partecipazione sottoscritte dai paesi membri, il cui ammontare totale e le cui dimensioni relative sono periodicamente rivisti. Negli ultimi anni, in risposta all'aumento della potenziale domanda di fondi e in attesa dell'entrata in vigore della quattordicesima revisione generale delle quote, il Fondo ha fatto ricorso a fonti di finanziamento addizionali e di natura temporanea: i New Arrangements to Borrow (NAB) e i prestiti bilaterali. Nello scorso aprile è stata rinnovata per altri sei mesi l'attivazione dei NAB, che nella loro configurazione attuale risultano attivi ininterrottamente dall'aprile 2011, rendendo accessibili al Fondo risorse per un importo pari a quasi 166 miliardi di DSP. Queste risorse rappresentano attualmente circa il 60 per cento della *forward commitment capacity* (FCC) del Fondo, ossia l'ammontare di nuovi finanziamenti potenzialmente erogabili nei successivi dodici mesi, che alla fine di aprile era pari a circa 265 miliardi di DSP. A partire dal vertice di Los Cabos del 2012, 38 paesi si sono inoltre impegnati a concedere al Fondo prestiti bilaterali per un ammontare totale di circa 300 miliardi di DSP (460 miliardi di dollari); ad aprile di quest'anno gli accordi bilaterali erano stati sottoscritti da 31 paesi, per un importo complessivo di 276 miliardi di DSP. Tali risorse rappresentano una seconda linea di difesa, poiché possono essere attivate solo nel caso in cui la FCC, definita tenendo conto delle quote e delle risorse accessibili in seguito all'attivazione dei NAB, dovesse scendere sotto i 100 miliardi di DSP.

In prospettiva la dinamica delle risorse del Fondo dipenderà dall'entrata in vigore della quattordicesima revisione generale delle quote. Con la sua ratifica le quote di capitale raddoppierebbero, i NAB sarebbero ridotti per un ammontare equivalente e la FCC non subirebbe significative variazioni. In uno scenario di mancata ratifica della

Figura 4.1



quattordicesima revisione generale delle quote, la capacità di prestito del Fondo dovrebbe continuare a basarsi prevalentemente sul rinnovo dell'attivazione dei NAB e sui prestiti bilaterali; questi ultimi, tuttavia, inizieranno a scadere dalla fine del 2015, salva la possibilità da parte dei paesi che hanno sottoscritto i relativi accordi di estendere il proprio impegno di un anno.

*Quote e governance dell'FMI.* – Il processo di riforma delle quote e della governance dell'FMI si trova in una situazione di stallo, dovuta alla mancata entrata in vigore delle modifiche approvate nel dicembre 2010 (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2012). Le riforme non sono ancora state ratificate dagli Stati Uniti che, detenendo il 16,75 per cento del totale dei voti, hanno di fatto un potere di veto. La mancata attuazione ostacola, inoltre, l'avvio del negoziato per la quindicesima revisione generale delle quote che, secondo lo statuto del Fondo, dovrebbe concludersi entro il 15 dicembre 2015. Durante l'incontro dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali tenutosi l'aprile scorso a Washington, il G20 ha chiesto al Fondo di prospettare soluzioni alternative, nell'eventualità che le riforme non siano ratificate dagli Stati Uniti e quindi non entrino in vigore entro la fine dell'anno in corso.

*Revisione degli sportelli finanziari dell'FMI.* – L'FMI ha recentemente condotto la periodica revisione delle linee di credito precauzionali create dal 2009: Flexible Credit Line, Precautionary and Liquidity Line e Rapid Financing Instrument. L'Executive Board ha sottolineato l'importanza degli strumenti precauzionali e, a fronte di un forte impegno in termini di risorse e delle ripetute richieste di rinnovo di programmi già sottoscritti, ha sollecitato l'approfondimento dei criteri di qualificazione, di accesso e di uscita dai programmi stessi per rendere il processo più trasparente e prevedibile. Ha inoltre proposto di sviluppare indicatori di qualità istituzionale e di misurazione dei rischi esterni e ha lasciato inalterati i costi di accesso ai programmi.

## ***Le iniziative del G20***

*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth.* – Nel 2013 è proseguito il processo di coordinamento e mutua valutazione delle politiche macroeconomiche dei paesi del G20 avviato nel 2009. In occasione del vertice di San Pietroburgo dello scorso settembre, i paesi hanno valutato i risultati conseguiti nell'applicazione degli impegni di politica economica assunti negli anni precedenti con l'esercizio di monitoraggio delle politiche economiche (*accountability assessment*, cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2012) e hanno predisposto un piano di azione per l'anno successivo. Quest'ultimo riporta le misure di politica economica che ciascun paese si propone di adottare per affrontare i rischi cui è esposta la ripresa nel breve periodo e le riforme che intende introdurre per rafforzare le prospettive di crescita nel lungo periodo. Tali riforme dovrebbero mirare ad assicurare la sostenibilità dei bilanci pubblici, incoraggiare gli investimenti, innalzare la produttività e la partecipazione alla forza lavoro, correggere gli squilibri interni ed esterni.

*L'accountability assessment per il 2013 ha evidenziato che, nonostante gli sforzi compiuti dai paesi, l'economia globale è ancora debole e l'obiettivo di una crescita solida, sostenibile e bilanciata è ancora lontano dall'essere raggiunto. In particolare è stata eseguita una valutazione dei progressi*

*compiuti dai paesi in materia di sostenibilità dei bilanci pubblici, flessibilità dei tassi di cambio e riforme strutturali. Per quanto riguarda la finanza pubblica, le previsioni disponibili nel settembre scorso indicavano che i paesi avanzati potevano raggiungere gli obiettivi, fissati nel vertice di Toronto del 2010, di dimezzamento entro il 2013 del rapporto tra deficit e PIL rispetto ai livelli del 2010 e di stabilizzazione o riduzione del rapporto tra debito e PIL entro il 2016. Con riferimento ai tassi di cambio, si è osservato che, a partire dal 2009, alcune economie emergenti hanno adottato misure per accrescerne la flessibilità; ulteriori passi avanti in questa direzione sono tuttavia necessari. In materia di riforme strutturali, l'esercizio ha messo in luce maggiori progressi nell'ambito delle riforme del mercato del lavoro e della tassazione, mentre sono auspicabili misure più incisive per favorire l'accumulazione di capitale umano e la deregolamentazione del mercato dei prodotti.*

La presidenza australiana del G20 ha posto al centro dell'agenda per l'anno in corso la promozione della crescita e il rafforzamento della capacità del sistema economico globale di rispondere agli shock. In particolare si vuole dare nuovo impulso al processo di coordinamento delle politiche macroeconomiche attraverso l'annuncio di un obiettivo di crescita globale concreto e misurabile. Lo scorso febbraio i paesi del G20 si sono quindi impegnati a raggiungere alla fine del quinquennio 2014-18 un livello di PIL aggregato per il gruppo superiore di almeno due punti percentuali rispetto alle previsioni dell'FMI nell'ottobre 2013; ciò equivarrebbe a innalzare, in media, il tasso di crescita annuo delle economie del G20 di circa 0,5 punti percentuali.

Per raggiungere il traguardo prefissato, i paesi sono chiamati a presentare le proprie strategie di crescita, che saranno esaminate e valutate collettivamente nel corso dell'anno e poi presentate al vertice di Brisbane nel prossimo novembre. Con riguardo al contenuto di tali strategie sono state individuate quattro principali aree di interesse: gli investimenti (soprattutto quelli in infrastrutture), l'occupazione (e in particolare il tasso di partecipazione al lavoro), il commercio e la concorrenza.

*I finanziamenti per gli investimenti a lungo termine.* – Nel 2013 un apposito gruppo di studio del G20 ha analizzato le determinanti dell'andamento dei finanziamenti per gli investimenti a lungo termine. L'analisi, tra le altre cose, ha messo in evidenza l'opportunità di politiche per promuovere sia il ruolo dei sistemi bancari sia quello dei mercati dei capitali nel finanziamento degli investimenti.

*Ai lavori del gruppo di studio hanno contribuito in modo determinante le istituzioni internazionali. Una task force guidata dall'OCSE ha individuato negli investitori istituzionali – fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi sovrani, ecc. – un bacino assai ampio di risorse potenzialmente disponibili per il finanziamento degli investimenti a lungo termine. Si stima che, alla fine del 2011, il complesso delle attività detenute dagli investitori istituzionali ammontasse a più di 85.000 miliardi di dollari (pari a circa il 120 per cento del PIL mondiale). La task force ha quindi formulato gli High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors, per facilitare l'impiego di una parte di queste risorse nel finanziamento di investimenti a lungo termine. I principi riguardano, tra l'altro, la definizione di cornici normative stabili e procedure trasparenti e affidabili di assegnazione dei lavori pubblici, la promozione della partecipazione del settore privato alla realizzazione di investimenti in infrastrutture, l'offerta da parte dei governi di meccanismi di contenimento dei rischi finanziari.*

Nel 2014 la presidenza australiana si propone di tradurre i risultati dell'analisi del gruppo di studio in un insieme di impegni concreti. In particolare intende porre l'enfasi sui progetti infrastrutturali e sul settore delle piccole e medie imprese, per elevare il potenziale di crescita e sostenere la creazione di nuovi posti di lavoro. A tal fine è stato istituito un nuovo gruppo di lavoro, denominato Investment and Infrastructure Working Group, con l'obiettivo di elaborare alcune proposte per il vertice di Brisbane. Queste riguarderanno: (a) una serie di impegni, da parte di ciascun paese membro, per migliorare

il clima di fiducia per le scelte di investimento; (b) la canalizzazione del risparmio privato internazionale verso investimenti in infrastrutture, anche attraverso un più agevole accesso al credito per le piccole e medie imprese; (c) l'ottimizzazione del contributo delle banche multilaterali di sviluppo; (d) l'affinamento delle procedure attinenti ai progetti di investimento che prevedono un partenariato tra settore pubblico e settore privato.

*Gestione del debito pubblico.* – Nel febbraio 2013 il G20 aveva invitato l'FMI e la Banca Mondiale a rivedere le linee guida per la gestione del debito pubblico, introdotte nel 2001 e ampliate nel 2003. Nella nuova versione delle linee guida, pubblicata dal Fondo lo scorso aprile, si tiene conto della crescente complessità dei mercati finanziari internazionali e dello straordinario aumento delle emissioni di titoli di debito pubblico a livello globale negli ultimi dieci anni. Sono introdotte nuove linee guida tendenti a favorire: (a) una più chiara definizione del ruolo e delle responsabilità dei gestori del debito pubblico; (b) un rafforzamento della comunicazione con gli investitori; (c) un più ampio utilizzo di clausole di azione collettiva (*collective action clauses*) nei contratti di debito; (d) un rafforzamento delle strategie di contenimento dei rischi; (e) un potenziamento degli stress test; (f) una maggiore liquidità dei mercati nazionali del debito.

### ***Politiche per lo sviluppo e per la riduzione della povertà***

*L'agenda del G20 per lo sviluppo.* – L'azione del G20 sul tema dello sviluppo è proseguita lungo le direttrici stabilite dal Seoul Development Consensus for Shared Growth, basato sul presupposto che la riduzione della povertà sia raggiungibile attraverso il perseguimento di una crescita economica solida, inclusiva e sostenibile. La realizzazione dell'agenda è affidata al Development Working Group (DWG), secondo un apposito piano di azione, il Multi-Year Action Plan on Development (MYAP).

Nel 2013 la presidenza russa del G20 ha promosso un esercizio di autovalutazione del lavoro svolto dal DWG nei suoi primi tre anni di attività. Sono state raccolte tutte le dichiarazioni riguardanti tematiche di sviluppo contenute nel MYAP del 2010 e nei comunicati stampa dei vertici del 2011 e del 2012, e ne è stato verificato lo stato di realizzazione. Ne è risultato che, su un totale di 67 impegni, 33 sono stati portati a compimento, 33 sono in corso di realizzazione e solo uno non ha avuto seguito.

*Da un esame della lista degli impegni inclusi nell'esercizio risulta che la quasi totalità può essere raggruppata in quattro categorie di progetti: (a) raccolte di esperienze di successo; (b) identificazione di ostacoli e studio di possibili soluzioni; (c) redazione di principi generali e raccomandazioni di policy; (d) creazione di piattaforme per la condivisione di conoscenze. Il DWG ha affidato la realizzazione di questi progetti ad appositi gruppi di lavoro, organismi internazionali e comitati di saggi. Tra gli impegni presi in considerazione non figurano però obiettivi quantitativi misurabili, quali gli OSM e il volume degli aiuti finanziari ufficiali.*

*Pur in presenza di alcuni limiti, sostanzialmente legati alla forte disomogeneità degli interessi esistenti tra i diversi paesi membri del G20, il Seoul Development Consensus ha avuto in questi anni due meriti importanti. Il dibattito in materia di lotta alla povertà, in precedenza circoscritto all'ambito dei paesi donatori (G7) si è esteso, per la prima volta e in via permanente, ai paesi emergenti (portatori delle rispettive esperienze di successo), ai paesi poveri (diretti beneficiari delle iniziative), al settore privato, alle organizzazioni filantropiche, alla società civile. È stata inoltre prodotta una mole considerevole di dati e informazioni, principi generali e suggerimenti di policy.*

Un importante filone di lavoro nell'agenda del G20 in materia di sviluppo riguarda l'ampliamento dell'accesso degli strati più poveri della popolazione ai servizi finanziari (inclusione finanziaria). La Global Partnership for Financial Inclusion (GPFI), foro permanente di discussione creato dal G20, si è concentrata nel 2013 sulla necessità di rafforzare la protezione dei consumatori e il grado di educazione finanziaria. Per il 2014 la presidenza australiana desidera orientare l'attività della GPFI verso lo sviluppo di sistemi di pagamento inclusivi, anche attraverso la diffusione di strumenti innovativi.

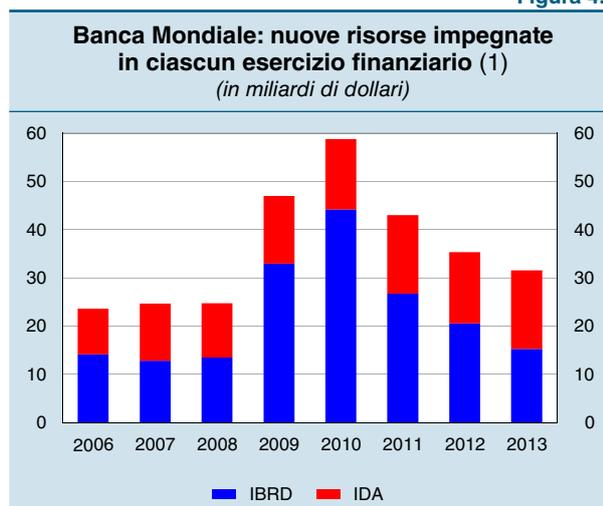
*Un nuovo gruppo di lavoro si concentrerà inizialmente sul fronte delle rimesse dei migranti; in particolare si occuperà di monitorare l'obiettivo "5x5", lanciato nel 2009 a L'Aquila dalla presidenza italiana del G8. Tale obiettivo consiste nel dimezzamento del costo medio globale di trasferimento delle rimesse, dal 10 al 5 per cento entro il 2014. Alla fine dello scorso marzo il costo era pari all'8,36 per cento. In questi cinque anni molti paesi hanno tuttavia raggiunto risultati significativi; l'Italia, per esempio, è passata dal 10 al 7 per cento; la Germania dal 14,1 all'8,4.*

*Gli Obiettivi di sviluppo del millennio.* – Sulla base delle stime delle Nazioni Unite, entro la scadenza prevista del 2015 saranno raggiunti (o risulteranno molto prossimi alla realizzazione) solo alcuni dei 21 punti in cui si articolano gli otto OSM (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale* nella Relazione sull'anno 2012). In particolare i risultati sono ancora insufficienti sui versanti della sostenibilità ambientale, dell'istruzione primaria universale, del miglioramento della salute materna, della mortalità infantile, della cura e della prevenzione dell'HIV.

*È attualmente in corso, sotto l'egida delle Nazioni Unite, un ampio lavoro di consultazione per la definizione di nuove linee guida che sostituiscano gli OSM dopo il 2015. I nuovi obiettivi prenderanno probabilmente il nome di Obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) e dovranno essere in grado di integrare le tre dimensioni dello sviluppo: economica, ambientale e sociale (equità). Dovranno ereditare i punti di forza degli OSM, in particolare quello di rappresentare un quadro di riferimento semplice, conciso e trasparente. Sarebbe, inoltre, auspicabile che gli OSS si concentrassero su un numero limitato di obiettivi trasversali, con effetti a cascata su tutte le dimensioni della lotta alla povertà. La Commissione statistica delle Nazioni Unite coordina un gruppo internazionale, di cui fa parte anche l'Italia, con il fine di individuare i possibili indicatori quantitativi per il monitoraggio dei nuovi Obiettivi.*

*L'attività delle principali banche multilaterali di sviluppo.* – Nell'esercizio finanziario chiuso nel giugno 2013 la Banca Mondiale ha approvato nuove operazioni di finanziamento per 31,6 miliardi di dollari, proseguendo il calo rispetto agli importi eccezionali deliberati negli anni immediatamente successivi alla crisi, finalizzati a contrastare gli effetti della conseguente recessione globale (fig. 4.2). Nel 2013 i nuovi finanziamenti approvati dalla Banca asiatica di sviluppo, incluse le operazioni di cofinanziamento, sono stati pari a 21 miliardi di dollari, un livello invariato rispetto all'anno prece-

Figura 4.2



Fonte: Banca Mondiale.  
(1) L'IBRD (International Bank for Reconstruction and Development) è l'istituzione della Banca Mondiale che presta ai governi dei paesi a medio reddito a condizioni più favorevoli rispetto a quelle di mercato. L'IDA (International Development Association) è l'istituzione della Banca che elargisce trasferimenti a fondo perduto o prestiti a tasso zero ai paesi più poveri.

dente. La Banca interamericana di sviluppo ha approvato nuovi prestiti e sottoscritto garanzie per un ammontare di 13,3 miliardi di dollari, 23 per cento in più del 2012.

Nel 2013 la Banca Mondiale ha lanciato due nuovi obiettivi strategici: ridurre a meno del 3 per cento entro il 2030 la percentuale di popolazione residente nei paesi in via di sviluppo che vive al di sotto della soglia di povertà e promuovere la crescita dei redditi del 40 per cento della popolazione più povera all'interno di ciascun paese. Anche a seguito della recente revisione dei dati di contabilità nazionale per alcune grandi economie emergenti e in via di sviluppo, e in base alle nuove stime delle parità di poteri d'acquisto, la percentuale di popolazione in condizioni di povertà potrebbe essere rivista significativamente al ribasso.

*La Banca Mondiale è impegnata in un processo di riorganizzazione, volto a potenziare la raccolta e la diffusione delle più avanzate conoscenze e migliori prassi in materia di sviluppo. Le attività della Banca saranno a tal fine suddivise in 14 raggruppamenti (communities of practitioners) specializzati in alcuni settori cruciali quali l'istruzione, l'accesso all'acqua potabile, la governance istituzionale, le politiche macroeconomiche, il commercio, la competitività e la gestione delle risorse naturali. Importanti riforme in corso riguardano anche alcuni aspetti finanziari del funzionamento della Banca: l'incremento del limite di concentrazione dei prestiti per alcuni grandi paesi prenditori (Brasile, Cina, India, Indonesia e Messico); la diminuzione del rapporto prudenziale tra capitale e prestiti (dal 23 al 20 per cento); la revisione al rialzo di margini e commissioni sui prestiti; l'estensione della durata dei prestiti stessi; una maggiore flessibilità nella struttura dei rimborsi. Nelle previsioni dello staff il complesso di queste misure, associato all'avvio di un progetto di revisione della spesa, dovrebbe consentire alla Banca di accrescere il proprio stock di prestiti da 200 a 300 miliardi di dollari nell'arco dei prossimi dieci anni.*

*Gli aiuti bilaterali.* – Secondo stime dell'OCSE nel 2013 i flussi netti di aiuti pubblici allo sviluppo, misurati a prezzi e a cambi costanti (2012), hanno raggiunto il livello più elevato di sempre, pari a 134,7 miliardi di dollari, in crescita di oltre il 6 per cento sull'anno precedente. Dopo due anni consecutivi di riduzioni, legate alla correzione dei conti pubblici di molti paesi donatori, ben 17 dei 28 membri del Development Assistance Committee (DAC) hanno registrato incrementi rispetto al 2012.

*I quasi 135 miliardi di flussi netti di aiuti erogati dai paesi del DAC rappresentano lo 0,3 per cento del rispettivo reddito nazionale lordo. Circa due terzi del totale sono provenuti dagli Stati membri o da istituzioni della UE. In termini assoluti i maggiori donatori rimangono gli Stati Uniti (31,5 miliardi), il Regno Unito (17,9), la Germania (14,1), il Giappone (11,8) e la Francia (11,4). L'Italia ha erogato aiuti per 3,3 miliardi di dollari, mantenendo così l'impegno di raggiungere un valore pari allo 0,16 per cento del proprio reddito.*

*Poiché i flussi di aiuti allo sviluppo comprendono sia trasferimenti a vario titolo sia finanziamenti a tasso agevolato, gli oneri reali a carico dei paesi donatori sono difficilmente confrontabili. Secondo le convenzioni statistiche in vigore, i paesi donatori possono imputare tra gli aiuti ufficiali allo sviluppo l'intero valore nominale dei flussi verso paesi in via di sviluppo e istituzioni multilaterali di sviluppo che: (a) provengano da governi o entità governative; (b) siano destinati in prevalenza a obiettivi di sviluppo e riduzione della povertà; (c) contengano condizioni agevolate. La verifica di quest'ultimo requisito è effettuata sulla base di soglie di riferimento ormai da diversi anni non più in linea con i tassi di interesse prevalenti sui mercati finanziari. È stato pertanto avviato presso il DAC un lavoro di revisione di tali criteri.*



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



## 5. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Nel corso del 2013 nell'area dell'euro si è avviata una graduale ripresa dell'attività economica, trainata dalle esportazioni, ancora incerta e diseguale. Dalla primavera si è progressivamente estesa ad alcuni dei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano. Nel complesso dell'anno il PIL è lievemente sceso.

È proseguita la riduzione degli squilibri di parte corrente tra i paesi dell'area dell'euro, soprattutto quelli delle economie che erano in disavanzo; è migliorato il saldo commerciale dei paesi che avevano accumulato ampi deficit negli anni precedenti mentre non si sono ridotti gli ingenti surplus in Germania e nei Paesi Bassi.

Nel corso del 2013 l'inflazione al consumo è diminuita sensibilmente, ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema, raggiungendo un minimo di 0,5 per cento nel marzo 2014. Vi ha inciso non solo l'andamento delle voci più volatili (prezzi dei beni energetici e alimentari) ma anche quello della componente di fondo, che è scesa su livelli storicamente bassi, risentendo della protratta debolezza dell'economia. Parte della riduzione dell'inflazione riflette una accresciuta sensibilità dei prezzi alle condizioni cicliche.

La flessione dell'inflazione è stata superiore alle previsioni, inducendo gli operatori professionali a rivedere ripetutamente al ribasso le attese per il 2014, poco sotto l'1,0 per cento nelle rilevazioni più recenti. Nelle valutazioni dei previsori il ritmo di crescita dei prezzi al consumo rimarrebbe nettamente inferiore al 2,0 per cento anche nel biennio 2015-16.

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

Nel 2013 il PIL dell'area dell'euro si è contratto dello 0,4 per cento, poco meno che nell'anno precedente (tav. 5.1). L'attività economica è moderatamente cresciuta in Germania e in Francia (0,4 e 0,3 per cento, rispettivamente), mentre ha continuato a diminuire, seppur in misura attenuata rispetto al 2012, in Spagna e in Italia (-1,2 e -1,9 per cento, rispettivamente). Tra i paesi sottoposti a programmi di assistenza, la dinamica del prodotto è decisamente migliorata in Grecia e in Portogallo, pur rimanendo negativa.

Il PIL dell'area è stato sostenuto dalle esportazioni di beni e servizi, aumentate dell'1,3 per cento, meno che nel 2012. La decelerazione ha riflesso la perdita di competitività indotta dall'apprezzamento nominale del tasso di cambio dell'euro e la crescita modesta della domanda mondiale. Valutata sulla base dei prezzi alla produzione, dall'estate del 2012 la competitività ha accumulato una flessione di circa quattro punti percentuali in Italia, Francia e Germania, di poco inferiore in Spagna (fig. 5.1). Le esportazioni hanno accelerato in misura marcata in Spagna (4,9 per cento); sono aumentate dello 0,8 per cento in Germania e del 2,2 in Francia, mentre in Italia la variazione è stata appena positiva risentendo di una flessione temporanea nel primo trimestre.

Tavola 5.1

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1) (quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente)							
PAESI	2011	2012	2013	2013			
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
<b>PIL</b>							
Francia (2) (3)	2,1	0,3	0,3	..	0,6	-0,1	0,2
Germania (2)	3,3	0,7	0,4	..	0,7	0,3	0,4
Italia (2)	0,4	-2,4	-1,9	-0,6	-0,3	-0,1	0,1
Spagna (2) (3)	0,1	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2
Area dell'euro (2) (4)	1,6	-0,7	-0,4	-0,2	0,3	0,1	0,2
<b>Importazioni</b>							
Francia (3)	6,3	-1,3	1,7	0,5	1,7	1,2	0,5
Germania	7,4	1,4	0,9	-0,5	1,9	0,8	0,6
Italia	0,8	-7,0	-2,8	-1,0	-0,2	0,9	0,2
Spagna (3)	-0,1	-5,7	0,4	-4,6	6,1	2,1	-0,6
Area dell'euro (4)	4,5	-0,9	-0,1	-1,2	1,7	0,9	0,5
<b>Esportazioni</b>							
Francia (3)	6,9	1,1	2,2	0,3	2,7	-0,4	1,6
Germania	8,0	3,2	0,8	-1,0	2,4	0,2	2,6
Italia	6,2	2,1	0,1	-1,3	0,6	0,5	1,2
Spagna (3)	7,6	2,1	4,9	-4,5	7,0	0,6	0,8
Area dell'euro (4)	6,5	2,5	1,3	-0,9	2,4	0,1	1,3
<b>Consumi delle famiglie (5)</b>							
Francia (3)	0,6	-0,3	0,3	0,4	0,2	-0,1	0,2
Germania	2,3	0,8	0,9	0,3	0,6	0,2	-0,1
Italia	-0,3	-4,0	-2,6	-0,6	-0,6	-0,2	-0,1
Spagna (3)	-1,2	-2,8	-2,1	-0,4	0,1	0,5	0,5
Area dell'euro (4)	0,3	-1,3	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Consumi collettivi</b>							
Francia (3)	2,4	3,1	3,4	0,4	0,8	0,3	0,5
Germania	1,0	1,0	0,7	0,2	-0,4	1,2	..
Italia	-1,3	-2,6	-0,8	..	-0,1	-0,2	0,2
Spagna (3)	-0,5	-4,8	-2,3	1,0	-1,1	0,6	-3,9
Area dell'euro (4)	-0,1	-0,6	0,1	0,2	-0,1	0,4	-0,3
<b>Investimenti fissi lordi</b>							
Francia (3)	2,1	0,3	-1,0	-0,4	0,2	-0,2	-0,1
Germania	6,9	-2,1	-0,7	-1,4	1,2	1,3	1,4
Italia	-2,2	-8,0	-4,7	-2,8	0,1	-0,6	0,9
Spagna (3)	-5,4	-7,0	-5,1	-1,2	-1,9	0,7	0,7
Area dell'euro (4)	1,6	-4,0	-3,1	-1,7	0,1	0,5	1,0
<b>Domanda nazionale (6)</b>							
Francia (3)	2,2	..	0,5	0,1	0,4	0,4	-0,1
Germania	2,8	-0,3	0,7	0,3	0,4	0,6	-0,7
Italia	-1,0	-5,0	-2,7	-0,5	-0,5	..	-0,2
Spagna (3)	-2,1	-4,1	-2,8	-0,3	-0,6	0,5	-0,3
Area dell'euro (4)	0,7	-2,2	-1,1	-0,3	..	0,5	-0,2

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

(1) Le serie trimestrali sono stagionalizzate e corrette per i giorni lavorativi. – (2) I dati trimestrali incorporano informazioni rese disponibili successivamente alla pubblicazione del quadro completo dei conti. – (3) La variazione percentuale annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi. – (4) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 18 paesi. – (5) Consumi delle famiglie residenti e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (6) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore.

*Il commercio con l'estero è stato caratterizzato dallo scorso decennio da importanti cambiamenti strutturali, legati alla partecipazione delle imprese dei principali paesi dell'area alle catene di produzione globali. Da una recente ricerca basata sul World Input-Output Database emerge che tra il 1999 e il 2011 il coinvolgimento di Germania, Francia, Italia e Spagna in tali catene è aumentato. La crescita della quota di valore aggiunto importato nelle esportazioni segnala infatti un rafforzamento dei legami internazionali di fornitura, che appare di intensità simile per le quattro economie. Anche il grado di complessità della partecipazione alle filiere di produzione internazionali, misurata dalla molteplicità di passaggi attraverso le frontiere degli input intermedi utilizzati, si è accentuato.*

Le importazioni sono rimaste invariate sul livello del 2012. Nel complesso dell'anno il contributo dell'interscambio con l'estero alla dinamica del PIL dell'area dell'euro è stato pari a 0,6 punti percentuali, il valore più basso dal 2009.

La riduzione della domanda interna dell'area si è attenuata (a -1,1 per cento). Il calo della spesa delle famiglie si è dimezzato (a -0,7 per cento), grazie a un moderato recupero a partire dai mesi primaverili. L'andamento dei consumi è tuttavia ancora eterogeneo tra i maggiori paesi: ai rialzi osservati in Germania e in Francia (0,9 e 0,3 per cento, rispettivamente) si sono contrapposte forti riduzioni in Italia e in Spagna (-2,6 e -2,1 per cento, rispettivamente). Sui comportamenti delle famiglie ha inciso la diminuzione, per il quinto anno consecutivo, del reddito disponibile in termini reali (-0,6 per cento; -3,2, cumulativamente, tra il 2008 e il 2012) che ha risentito della contrazione dell'occupazione nella maggior parte dei paesi.

Nel 2013 la propensione al risparmio delle famiglie si è stabilizzata sui livelli minimi nel confronto storico (13,1 per cento). Al lieve calo del saggio di risparmio delle famiglie tedesche (al 16,2 per cento) si è affiancata la stabilità di quello francese e spagnolo; in Italia il saggio di risparmio è invece tornato a crescere per la prima volta dal 2004 (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Gli investimenti fissi lordi si sono ridotti per il secondo anno consecutivo (-3,1 per cento), risentendo delle difficoltà di finanziamento e degli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. La crisi, la più grave dal dopoguerra, ha profondamente inciso sulla propensione a investire delle maggiori economie dell'area. L'anno scorso il rapporto tra investimenti e PIL, valutato a prezzi correnti, era inferiore di 1 punto percentuale al valore del 2007 in Germania, di 2 in Francia, di 4 in Italia e di 13 in Spagna.

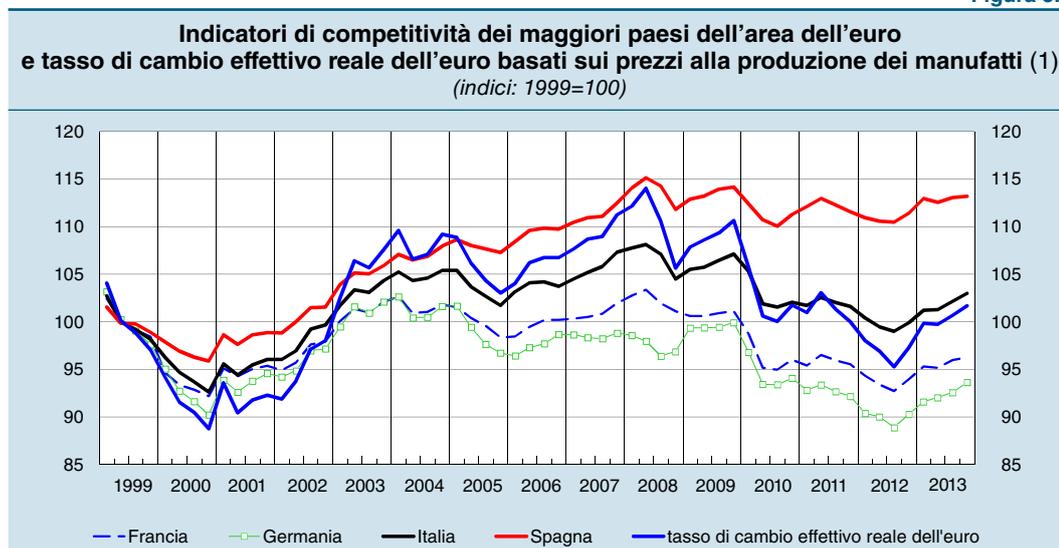
Gli investimenti in macchinari e attrezzature, ancora in flessione nella media dell'anno (-1,8 per cento), sono tuttavia tornati ad aumentare nel secondo semestre, risentendo del recupero del clima di fiducia delle imprese e delle condizioni più distese sui mercati finanziari.

È proseguita la contrazione degli investimenti in costruzioni (-4,1 per cento); si sono prolungate le difficoltà dei mercati immobiliari in numerosi paesi dell'area.

*Nel 2013 le quotazioni degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono scese del 2,1 per cento in termini nominali, pur con un lieve recupero nella media del secondo semestre; alla fine dello scorso anno si collocavano su livelli prossimi a quelli del 2006. L'andamento è stato differenziato tra paesi: in Germania, dove nelle principali aree metropolitane sono emersi segnali di sopravvalutazione, i prezzi sono aumentati del 3,2 per cento nella media dell'anno, proseguendo la tendenza al rialzo in atto dall'inizio del 2010, mentre sono ancora scesi in Francia e in Italia. Nei paesi in cui le quotazioni avevano segnato ampie sopravvalutazioni prima dell'avvio della crisi globale è proseguita la correzione al ribasso; questa si è verosimilmente completata in Irlanda, dove i prezzi sono tornati a crescere.*

Sulla base dell'indicatore della Banca centrale europea i prezzi degli immobili non residenziali nell'area dell'euro, che erano diminuiti dello 0,2 per cento nel 2012, hanno ripreso ad aumentare lievemente dal secondo trimestre dello scorso anno.

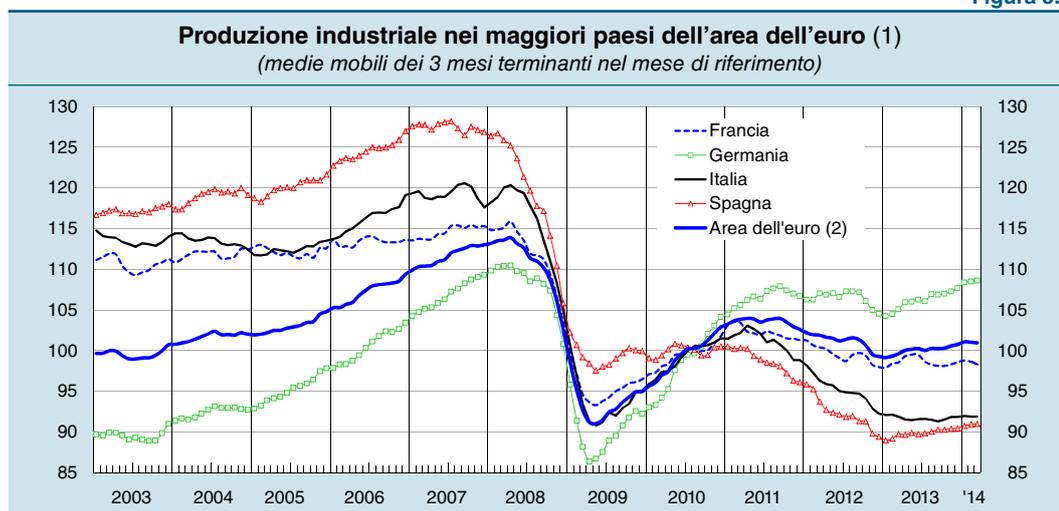
Figura 5.1



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

Nel complesso del 2013 la produzione industriale dell'area è diminuita dello 0,7 per cento. È tuttavia gradualmente salita nel corso dell'anno. La crescita è continuata nel primo trimestre del 2014, sebbene in misura modesta (fig. 5.2); secondo gli indicatori congiunturali più recenti la tendenza positiva proseguirebbe nei prossimi mesi.

Figura 5.2



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.  
(1) Indici: 2010=100; dati destagionalizzati. - (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 18 paesi.

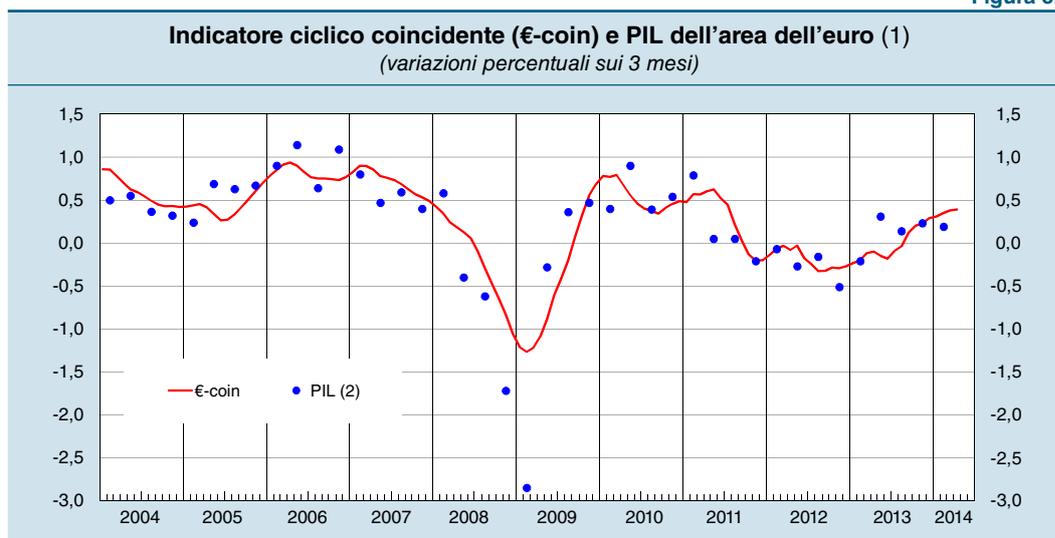
La ripresa dell'attività manifatturiera ha avuto intensità differente nei maggiori paesi dell'area. L'inversione ciclica si è diffusa rapidamente in Germania, dove all'inizio di quest'anno circa il 60 per cento dei settori compresi nell'indice generale della produzione industriale si collocava in una fase espansiva, contro una quota pari a circa il 40 per cento in Italia e a solo il 20 in Francia. Per

*l'Italia e la Germania si erano avuti andamenti analoghi in occasione della breve ripresa tra la metà del 2010 e quella del 2011; la diffusione della fase espansiva in Francia è invece ora largamente più contenuta rispetto a quanto allora osservato. In Germania e in Italia il miglioramento della fase ciclica ha riguardato tutti i principali raggruppamenti di beni ad eccezione dell'energia, mentre in Francia ha coinvolto solo quelli intermedi e strumentali.*

Nel primo trimestre del 2014 il PIL dell'area è cresciuto dello 0,2 per cento in termini congiunturali, sospinto dal forte incremento in Germania (0,8 per cento), in parte favorito da condizioni climatiche favorevoli. In Italia e in Francia il prodotto è rimasto sostanzialmente stazionario (-0,1 e 0,0 per cento, rispettivamente), mentre è aumentato dello 0,4 per cento in Spagna.

L'indicatore €-coin, con il quale la Banca d'Italia fornisce mensilmente una stima della dinamica del prodotto dell'area depurata dalla volatilità di breve periodo, ha segnalato una flessione dell'attività economica fino ad agosto del 2013 ed è poi gradualmente aumentato, riportandosi negli ultimi mesi dell'anno su valori lievemente positivi per la prima volta dall'estate del 2011. Il miglioramento è proseguito all'inizio del 2014; in aprile l'indice si è stabilizzato appena sotto lo 0,4 per cento (fig. 5.3).

**Figura 5.3**



Fonte: Banca d'Italia ed Eurostat.

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Dettagli sull'indicatore €-coin sono disponibili sul sito internet: <http://eurocoin.bancaditalia.it/>. - (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 18 paesi.

## ***I prezzi e i costi***

L'inflazione dell'area dell'euro, misurata dalla variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è progressivamente scesa nel corso del 2013, dal 2,0 per cento in gennaio a poco sotto l'1,0 nei mesi finali; nella media dell'anno è stata pari all'1,4 per cento, dal 2,5 del 2012 (tav. 5.2). Nei primi mesi del 2014 l'inflazione è nuovamente diminuita, fino allo 0,5 per cento in marzo, per poi collocarsi allo 0,7 in aprile, livello dal quale, secondo gli analisti, salirebbe solo di poco nel resto dell'anno.

Indicatori di inflazione nell'area dell'euro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)															
VOCI	Francia			Germania			Italia			Spagna			Area dell'euro		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Prezzi al consumo (1)</b>															
Indice generale	2,3	2,2	2,0	2,5	2,1	1,6	2,9	3,3	1,3	3,1	2,4	1,5	2,7	2,5	1,4
Indice al netto dei beni alimentari ed energetici	1,1	1,5	0,7	1,2	1,3	1,2	2,0	2,0	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,1
di cui: <i>beni</i>	0,5	1,3	0,2	1,0	1,3	0,7	1,4	1,8	0,6	0,5	1,0	1,1	0,8	1,2	0,6
<i>servizi</i>	1,6	1,6	1,0	1,4	1,3	1,5	2,5	2,2	1,6	1,6	1,5	1,3	1,8	1,8	1,4
Beni alimentari	2,3	3,3	1,9	2,5	3,2	3,4	2,7	3,1	2,0	2,8	2,6	3,2	2,7	3,1	2,7
di cui: <i>trasformati</i>	2,9	3,1	1,4	3,0	2,6	2,6	2,9	3,6	1,5	4,2	3,5	3,1	3,3	3,1	2,2
<i>freschi</i>	1,4	3,7	2,9	1,4	4,5	5,0	2,5	2,4	2,7	1,3	1,6	3,4	1,8	3,0	3,5
Beni energetici	12,0	5,2	0,9	10,0	5,6	1,8	11,2	13,9	-0,2	15,7	8,8	0,0	11,9	7,6	0,6
<b>Prezzi alla produzione (2)</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>0,3</b>	<b>5,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>6,9</b>	<b>3,8</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,2</b>

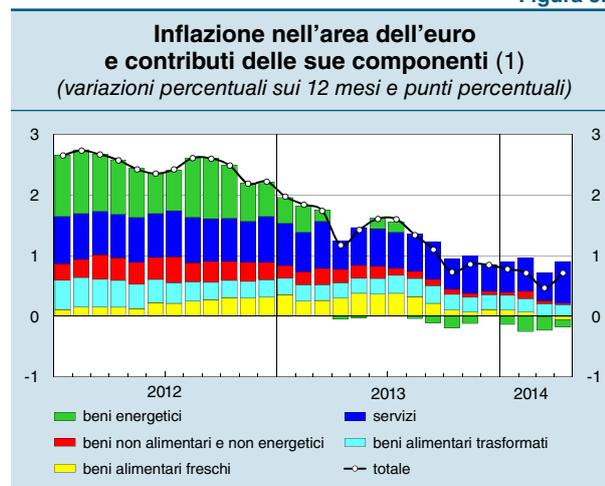
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.  
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (2) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

All'indebolimento del quadro inflazionistico ha contribuito il calo della componente di fondo, scesa allo 0,7 per cento alla fine del 2013, il livello minimo dall'avvio dell'area dell'euro. La riduzione ha riguardato sia la componente dei servizi sia quella dei beni non energetici e non alimentari (fig. 5.4). Vi hanno inciso anche le voci più volatili (beni energetici e alimentari). La dinamica dei prezzi dei prodotti energetici è scesa di circa cinque punti percentuali tra i primi mesi del 2013 e quelli del 2014, a fronte di una moderata flessione del prezzo dei prodotti petroliferi in euro; nello stesso periodo quella degli alimentari freschi è divenuta negativa (da circa il 5,0 per cento di inizio 2013; fig. 5.4).

La debolezza dell'inflazione è diffusa all'interno dell'area. Dall'avvio del 2013 l'indice generale ha decelerato in tutti i paesi membri; la tendenza è stata particolarmente accentuata nelle economie più direttamente colpite dalla crisi del debito sovrano: nei primi mesi del 2014 la variazione sul periodo corrispondente dei prezzi è risultata negativa in Grecia, Cipro, Spagna e Portogallo e si è collocata su livelli storicamente bassi in Italia.

La flessione dell'inflazione ha sollevato timori circa il possibile avvio di una fase di calo generalizzato dei prezzi al consumo. Un indicatore sintetico dei rischi di deflazione è rappresentato dalla percentuale delle voci elementari che mostrano variazioni negative sul totale del paniere. Nel caso del Giappone, dove dal 1995 si è assistito a una prolungata e diffusa riduzione dei prezzi al consumo, questa quota era salita al 40 per cento all'inizio del 1994. Per l'area nel suo complesso tale indicatore segnala che i rischi di deflazione, pur cresciuti nei mesi più recenti, sono ancora relativamente contenuti. In particolare l'incidenza delle variazioni negative, valutate sul periodo corrispondente, è salita nei primi mesi del 2014 intorno al 30 per cento, un valore ancora inferiore al massimo storico del 34 per cento toccato nei primi mesi del

Figura 5.4



2010. Per i beni non alimentari e non energetici tale quota è sui livelli massimi dall'avvio dell'Unione monetaria (intorno al 50 per cento), nel comparto dei servizi è invece contenuta, intorno al 5 per cento, circa la metà che nel 2010. Restano però elevati i rischi di una fase prolungata di inflazione molto bassa: la quota di variazioni inferiori all'1 per cento è intorno al 50 per cento, il massimo storico.

*I prezzi alla produzione, i costi e i margini.* – Anche l'inflazione all'origine è progressivamente scesa nel corso del 2013. L'indice dei prezzi alla produzione dei prodotti venduti sul mercato interno, in aumento di circa l'1,5 per cento sui dodici mesi all'inizio dell'anno, dall'estate ha iniziato a diminuire in misura rilevante nel confronto con il periodo corrispondente. Le pressioni al ribasso sui prezzi alla produzione sono proseguite nel 2014: lo scorso marzo la variazione sui dodici mesi dell'indice generale si è collocata al -1,6 per cento.

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nel complesso dell'economia ha decelerato nel 2013, all'1,1 per cento (tav. 5.3). In corso d'anno la dinamica sul periodo corrispondente è costantemente scesa, fino allo 0,5 per cento nel quarto trimestre. Vi ha inciso il rallentamento dei redditi per ora lavorata, che ha più che compensato il lieve peggioramento dell'andamento della produttività. Il contenimento dei costi è stato più deciso nell'industria in senso stretto, dove la variazione del CLUP è diventata negativa nel quarto trimestre (-0,6 per cento). Ne hanno beneficiato i margini: la dinamica del mark-up, misurata dalla differenza fra la variazione del deflatore del valore aggiunto e quella del CLUP, è aumentata progressivamente in corso d'anno.

Tavola 5.3

<b>Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)</b> (variazioni percentuali sull'anno precedente)										
PAESI	Redditi per ora lavorata		Produttività oraria						Costo del lavoro per unità di prodotto	
	2012	2013	Valore aggiunto (2)		Ore lavorate		2012	2013	2012	2013
<b>Industria al netto delle costruzioni (3)</b>										
Francia	2,9	1,2	1,5	0,8	0,9	-0,4	-0,6	-1,2	1,3	0,4
Germania	3,9	2,1	-0,2	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,7	4,1	2,8
Italia	2,8	1,7	-0,2	-2,1	-3,0	-3,2	-2,8	-1,1	3,0	3,9
Portogallo	-0,7	-0,1	2,4	3,0	-2,0	-0,2	-4,3	-3,1	-3,0	-3,0
Spagna	2,6	0,9	5,4	4,1	-0,5	-1,2	-5,5	-5,1	-2,7	-3,1
Area dell'euro	3,6	2,2	1,0	0,5	-1,1	-0,7	-2,1	-1,2	2,6	1,7
<b>Servizi (4)</b>										
Francia	2,7	1,9	1,7	1,2	1,3	1,1	-0,4	-0,1	0,9	0,7
Germania	3,2	2,5	1,0	0,6	1,4	0,7	0,4	0,1	2,1	1,9
Italia	0,5	1,0	-1,5	0,5	-1,6	-0,9	-0,2	-1,4	1,9	0,5
Portogallo	-4,8	3,0	0,4	-0,3	-1,4	-0,6	-1,8	-0,3	-5,2	3,3
Spagna	-0,5	0,2	3,1	1,4	-0,3	-0,5	-3,3	-1,9	-3,5	-1,2
Area dell'euro	2,1	1,7	0,7	0,8	0,0	0,0	-0,7	-0,7	1,4	1,0
<b>Totale economia</b>										
Francia	2,6	1,7	1,3	0,9	0,9	0,6	-0,3	-0,3	1,3	0,7
Germania	3,3	2,2	0,5	0,3	0,8	0,5	0,2	0,2	2,7	1,9
Italia	1,2	1,4	-0,7	0,4	-2,2	-1,6	-1,4	-2,0	2,0	1,0
Portogallo	-3,2	2,3	1,5	0,9	-2,3	-1,2	-3,7	-2,1	-4,6	1,4
Spagna	0,4	0,3	3,8	1,6	-1,3	-1,4	-4,9	-3,0	-3,2	-1,3
Area dell'euro	2,6	1,9	0,9	0,8	-0,5	-0,4	-1,4	-1,1	1,7	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 Francia, Portogallo e Spagna (per quest'ultima solo per i settori "Industria al netto delle costruzioni" e "Servizi") la variazione annua è ottenuta sulla base dei dati trimestrali grezzi. – (2) Valore aggiunto a prezzi base, valori concatenati, anno di riferimento 2005. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi".

L'andamento dei costi del lavoro nell'industria in senso stretto è stato difforme tra i vari paesi dell'area, soprattutto per via della forte eterogeneità nelle dinamiche occupazionali. Nella media del 2013 il CLUP è ancora sceso in Spagna e in Portogallo (del 3,1 e 3,0 per cento, rispettivamente), mentre è cresciuto dello 0,4 e del 2,8 per cento in Francia e in Germania (tav. 5.3); il rialzo è stato più consistente in Italia (al 3,9 per cento, dal 3,0) a causa del peggioramento ciclico della produttività oraria, che ha più che compensato il rallentamento dei redditi. Alla caduta del CLUP in Spagna e in Portogallo hanno concorso da un lato la moderazione dei redditi (aumentati dello 0,9 per cento in Spagna e stabili in Portogallo), dall'altro i forti guadagni di produttività, determinati da una flessione delle ore lavorate (del 5,1 e 3,1 per cento, rispettivamente) sensibilmente più marcata di quella del valore aggiunto.

*Le aspettative di inflazione.* – La caduta dell'inflazione, superiore alle previsioni, si è riflessa sulle attese di breve e medio periodo degli operatori professionali censiti da Consensus Forecasts: tra lo scorso ottobre e maggio quelle relative al 2014 sono state riviste al ribasso per oltre mezzo punto percentuale, allo 0,8 per cento. Nel biennio 2015-16 la crescita dei prezzi al consumo rimarrebbe nettamente al di sotto del 2,0 per cento, all'1,3 e all'1,5 per cento, rispettivamente (tav. 5.4). Tale valutazione è in linea con le previsioni dello scorso marzo degli esperti della BCE. Indicazioni analoghe provengono dalle attese di inflazione desumibili dai contratti swap (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Le valutazioni degli operatori, secondo i quali non ci sarebbero pericoli di deflazione ma rischi di un periodo prolungato di bassa inflazione, sono coerenti con gli esiti dei più recenti sondaggi presso i consumatori della Commissione europea: secondo questi solo il 2 per cento dei consumatori anticipa un calo dei prezzi nei prossimi dodici mesi; la quota degli intervistati che si attende prezzi stabili è invece in forte aumento (intorno al 30 per cento, dal 20 dell'inizio del 2013).

Tavola 5.4

Aspettative di inflazione nell'area dell'euro censite da Consensus Economics (1)							
PAESI	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-24
Francia	0,8	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
Germania	1,3	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Italia	0,8	1,1	1,7	2,0	1,9	1,5	2,0
Spagna	0,3	0,9	1,5	1,7	1,9	1,8	1,7
Area dell'euro	0,8	1,3	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0

Fonte: Consensus Economics.  
(1) Formulate a maggio 2014 per il biennio 2014-15, in aprile per gli orizzonti successivi.

L'intensità del calo dell'inflazione al consumo nel 2013 ha sorpreso i principali previsori. Secondo nostre analisi relative all'area dell'euro e ai quattro maggiori paesi (Germania, Francia, Italia e Spagna) i sistematici errori di previsione commessi lo scorso anno sarebbero riconducibili a una discontinuità strutturale nella relazione fra inflazione e ciclo economico. Nel complesso dell'area dell'euro la sensibilità dell'inflazione alle condizioni cicliche (misurate dall'output gap) è aumentata decisamente dopo il 2012, soprattutto per la componente dei beni non alimentari e non energetici. Risultati simili si ottengono per l'Italia e per la Francia; in Spagna la discontinuità si sarebbe verificata già nel 2009, con l'acuirsi della crisi finanziaria globale. Solo in Germania la relazione fra inflazione e output gap risulta stabile anche nel periodo più recente.

Questi risultati empirici potrebbero riflettere in parte un aumento della frequenza di aggiustamento dei prezzi al consumo rispetto al passato (per l'Italia, sulla base dei dati individuali rilevati mensilmente

dall'Istat per il calcolo dell'indice dei prezzi al consumo, tra il 2006 e il 2012 la durata media del periodo in cui i prezzi tendono a restare invariati si è attestata tra i quattro e i sei mesi, in media tre in meno rispetto a un decennio prima); l'evidenza sembra però anche indicare un effetto non lineare del prolungato periodo di recessione attraversato dall'area dell'euro.

## **L'occupazione**

Nel 2013, secondo i dati di contabilità nazionale, la flessione dell'occupazione nel complesso dell'area è stata dello 0,9 per cento. Il dato sottende ampie differenze tra paesi: in Germania l'occupazione è aumentata dello 0,6 per cento; in Francia è rimasta stabile per il secondo anno consecutivo; il numero di occupati è nuovamente diminuito sia in Italia (-2,0 per cento; cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*) sia, in misura più intensa, in Spagna (-3,0 per cento).

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è aumentato, raggiungendo il 12,0 per cento nella media del 2013. Tale tendenza è stata comune a tutte le principali economie dell'area ad eccezione della Germania, dove è invece lievemente diminuito. Il graduale miglioramento ciclico osservato in corso d'anno si è riflesso in una stabilizzazione del tasso di disoccupazione, attestatosi in marzo, al netto dei fattori stagionali, all'11,8 per cento nell'area, al 5,1 in Germania, al 10,4 in Francia, al 12,7 in Italia e al 25,3 per cento in Spagna.

Il tasso di disoccupazione giovanile dell'area, riferito alla popolazione tra i 15 e i 24 anni, è aumentato in linea con quello complessivo, pur se su livelli decisamente elevati, raggiungendo il 24,0 per cento nella media del 2013 (23,1 nel 2012 e 20,8 nel 2011). Anche in questo caso l'eterogeneità territoriale è marcata: il tasso di disoccupazione giovanile è stato del 7,9 per cento in Germania, del 24,8 in Francia, del 40,0 in Italia e del 55,5 per cento in Spagna.

## **La bilancia dei pagamenti**

*La bilancia dei pagamenti dell'area.* – Nel 2013 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro ha raggiunto 227,7 miliardi di euro (2,4 per cento del PIL, un punto percentuale in più rispetto al 2012; tav. 5.5). Il miglioramento del saldo ha riflesso l'ampliamento del surplus commerciale, quasi raddoppiato (165,2 miliardi, da 89,0 nell'anno precedente); vi ha contribuito soprattutto il guadagno di ragioni di scambio (1,8 per cento) connesso con l'apprezzamento dell'euro e la moderazione dei corsi delle materie prime.

In corrispondenza con l'ampliamento dell'attivo corrente, nel conto finanziario sono cresciuti i deflussi netti verso l'estero, sospinti dagli investimenti diretti e, soprattutto, dagli "altri investimenti" (prestiti, depositi e crediti commerciali), questi ultimi determinati dalla riduzione della raccolta estera del settore bancario dell'area.

A fronte di un surplus di conto corrente e di conto capitale pari al 2,6 per cento del PIL, tra la fine del 2012 e la fine del 2013 la posizione debitoria netta sull'estero dell'area è migliorata, passando dal 13,2 al 12,1 per cento del PIL.

Tavola 5.5

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1)					
(miliardi di euro)					
VOCI	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Conto corrente</b>	<b>-12,0</b>	<b>10,0</b>	<b>12,1</b>	<b>133,1</b>	<b>227,7</b>
Merci	28,4	14,6	0,9	89,0	165,2
Servizi	46,9	64,2	77,9	95,0	113,2
Redditi	9,9	39,3	39,6	56,3	70,3
Trasferimenti unilaterali	-97,2	-108,1	-106,3	-107,3	-121,1
<b>Conto capitale</b>	<b>9,1</b>	<b>6,3</b>	<b>10,7</b>	<b>6,5</b>	<b>20,1</b>
<b>Conto finanziario</b>	<b>10,3</b>	<b>-13,4</b>	<b>-50,9</b>	<b>-165,0</b>	<b>-246,9</b>
Investimenti diretti	-64,8	-77,4	-101,7	-71,6	-24,9
Investimenti di portafoglio	249,6	80,2	238,6	95,4	105,8
Derivati	19,1	10,2	-5,6	5,3	18,2
Altri investimenti	-198,1	-16,0	-172,0	-179,3	-341,7
di cui: istituzioni finanziarie monetarie (2)	63,7	-20,9	-341,6	-111,9	-268,5
Variazione riserve ufficiali (3)	4,6	-10,5	-10,3	-15,0	-4,4
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-7,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>28,2</b>	<b>25,5</b>	<b>-0,9</b>

Fonte: BCE.  
 (1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 18 paesi. – (2) Escluso l'Eurosistema. – (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

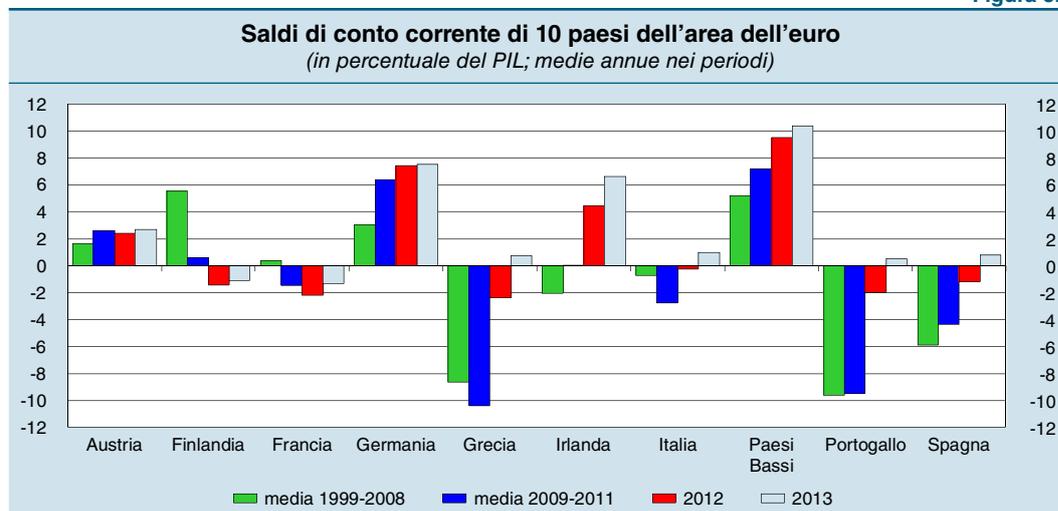
*Le bilance dei pagamenti dei paesi dell'area.* – Nel 2013 è proseguita la riduzione degli squilibri nei conti con l'estero. La maggior parte dei paesi dell'area che nel periodo antecedente la crisi avevano accumulato crescenti deficit di conto corrente ha raggiunto saldi positivi. Come nel 2012, non si sono invece ridotti gli ingenti surplus in Germania e nei Paesi Bassi.

Nel 2013 oltre all'Irlanda, il cui attivo di conto corrente è ulteriormente migliorato (6,6 per cento del PIL, da 4,4 nel 2012; fig. 5.5), anche la Spagna, il Portogallo e la Grecia hanno registrato saldi positivi (rispettivamente 0,8, 0,5 e 0,7 per cento del PIL da -1,2, -2,0 e -2,4 nell'anno precedente). Il saldo dell'Italia è tornato positivo per la prima volta dal 2001 (1,0 per cento del prodotto, da un picco negativo di -3,4 nel 2010; cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*). I deficit della Francia e della Finlandia si sono ridotti (rispettivamente all'1,3 per cento del prodotto, dal 2,2, e all'1,1, dall'1,4). L'elevato avanzo dei Paesi Bassi si è ampliato di quasi un punto percentuale di PIL (al 10,4 per cento, dal 9,5); quello della Germania si è pressoché stabilizzato, al 7,5 per cento del prodotto.

In tutti i paesi maggiormente colpiti dalla crisi il calo delle importazioni dovuto alla flessione della domanda nazionale e al rallentamento dei prezzi dei prodotti importati ha contribuito all'aggiustamento del saldo corrente, seppur in misura variabile. In Grecia, il caso estremo, al miglioramento dei conti con l'estero tra il 2007 e il 2013 è corrisposto un crollo degli acquisti di beni dall'estero del 33 per cento (19 miliardi di euro, che contabilmente equivalgono a oltre la metà dell'aggiustamento complessivo). In altre economie, quali Portogallo, Italia e soprattutto Spagna, un apporto positivo

e significativo è giunto anche dalla crescita delle esportazioni di beni. Secondo le più recenti valutazioni della Commissione europea, nei tre paesi i saldi di conto corrente sono tornati in prossimità dell'equilibrio anche se corretti per il ciclo.

Figura 5.5



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

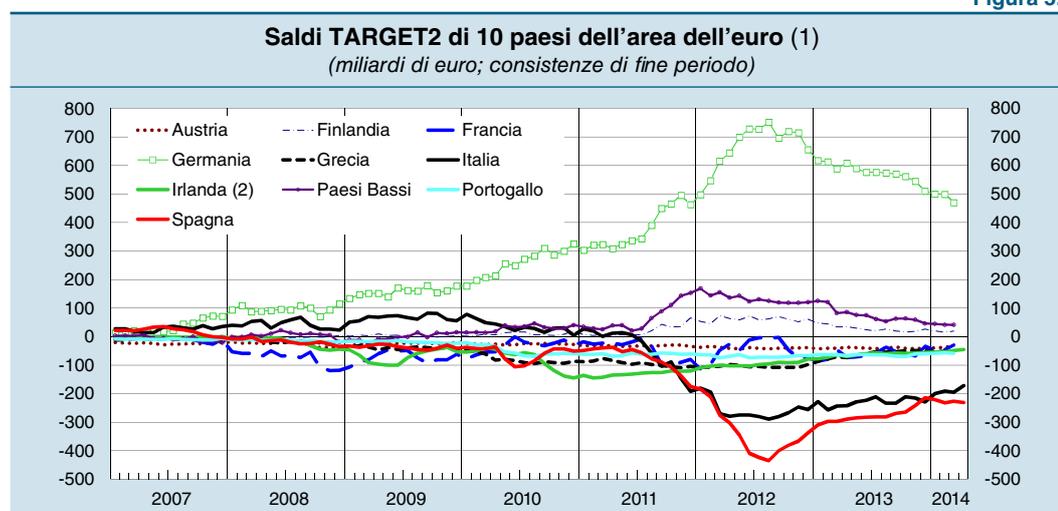
*Tra il 2007 e il 2013 il saldo del conto corrente della Spagna è nettamente migliorato, passando da un deficit del 10,0 per cento del PIL a un attivo dello 0,8. Mentre nel biennio 2008-09 il miglioramento è stato prevalentemente causato dalla caduta delle importazioni di beni, negli anni successivi è stato trainato dalla crescita delle esportazioni. Il buon andamento delle vendite di beni sui mercati esteri ha beneficiato della specializzazione settoriale, caratterizzata da uno scarso peso delle produzioni tradizionali. In particolare, nel 2013 il comparto dei mezzi di trasporto (autoveicoli e aerei) ha sospinto fortemente le esportazioni; vi hanno concorso gli investimenti in Spagna di alcune case automobilistiche estere, che hanno trasferito linee produttive da altri paesi europei e dall'Asia, anche grazie alle politiche di contenimento salariale e alla maggiore flessibilità contrattuale e degli orari di lavoro. Un ulteriore stimolo alle esportazioni potrebbe essere derivato dalle strategie di riorientamento verso i mercati esteri attuate dalle imprese spagnole in risposta al crollo della domanda interna, a cui si è associato anche un forte aumento del numero di micro imprese esportatrici.*

Dal 2010 all'estate del 2012 Grecia, Italia, Portogallo e Spagna erano stati interessati da elevatissimi disinvestimenti esteri di titoli di portafoglio (per 415 miliardi nel complesso del triennio). Con la stabilizzazione dei mercati finanziari, iniziata nella parte finale del 2012 e consolidatasi nel 2013, sono ripresi gli acquisti netti di titoli italiani e spagnoli e si sono fortemente attenuate le vendite di quelli greci e portoghesi. Nel complesso dell'anno sono affluiti nei quattro paesi 56 miliardi dall'estero per investimenti di portafoglio. In Irlanda gli investimenti netti dei non residenti in titoli di portafoglio si sono invece ridotti (da 70 a 52 miliardi).

Dopo gli ingenti deflussi di fondi dalle banche residenti in Grecia, Italia, Portogallo e Spagna nel triennio 2010-12 (complessivamente per 419 miliardi), nel 2013 la riduzione dei prestiti all'estero e l'attenuazione del calo della raccolta estera dei sistemi bancari dei quattro paesi hanno determinato una ripresa degli afflussi netti in "prestiti, depositi e altri investimenti" (pari, nel complesso, a 68 miliardi). Questo fenomeno, assieme alla ripresa degli investimenti dei non residenti in titoli obbligazionari, ha contribuito alla riduzione delle posizioni debitorie delle banche centrali dei medesimi paesi sul sistema dei pagamenti TARGET2, che risentono degli squilibri nei movimenti dei capitali privati.

*I saldi TARGET2.* – Nel 2013 è continuata la tendenza al riequilibrio dei saldi su TARGET2 iniziata nell'autunno dell'anno precedente. Nell'agosto del 2012 la posizione debitoria complessiva di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna verso la BCE aveva toccato un massimo di 1.000 miliardi, quella creditoria di Finlandia, Germania e Paesi Bassi era salita a 939 miliardi (fig. 5.6). Grazie all'attenuazione delle tensioni sui mercati finanziari e alla ripresa degli afflussi di capitali nelle economie più colpite dalla crisi, le posizioni debitorie e creditorie dei due gruppi di paesi si sono progressivamente ridotte, portandosi rispettivamente a -609 e a 583 miliardi alla fine dello scorso anno. I saldi negativi del Banco de España e della Banca d'Italia si sono contratti di 221 e di 60 miliardi, rispettivamente, quelli positivi della Deutsche Bundesbank e della Banca centrale olandese di 241 e 79 miliardi, rispettivamente. La riduzione è proseguita nei primi mesi del 2014.

Figura 5.6



Fonte: Banca d'Italia e Institute of Empirical Economic Research, Osnabrück University (Euro Crisis Monitor).  
(1) I dati relativi ad alcuni paesi possono differire lievemente dal saldo su TARGET2 per la presenza di importi legati ad "altre attività o passività verso l'Eurosistema" – (2) Stime di Euro Crisis Monitor.

*La Procedura per gli squilibri macroeconomici.* – Nell'ambito della Procedura per gli squilibri macroeconomici, il 5 marzo scorso la Commissione europea ha diffuso i risultati dell'analisi approfondita (*in-depth review*) delle condizioni macroeconomiche dei 14 paesi della UE (tra i quali l'Italia e altre otto economie dell'area dell'euro) per i quali il meccanismo di allerta basato su un insieme di indicatori quantitativi aveva riscontrato nel novembre scorso la presenza di squilibri. Tali squilibri sono stati confermati dalla *in-depth review* in tutti i 14 paesi; sono stati ritenuti eccessivi per Croazia, Slovenia e, per la prima volta, Italia.

Secondo la Commissione il nostro paese, che nel più recente *Alert Mechanism Report* presentava tre indicatori con valori oltre le soglie di attenzione (la flessione delle quote di mercato delle esportazioni, l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale e l'incidenza del debito pubblico sul PIL), richiede «un monitoraggio specifico e forti azioni di politica economica»; i principali elementi di vulnerabilità sono identificati nell'elevato rapporto tra debito pubblico e prodotto e nella scarsa competitività internazionale, fattori che originano entrambi dal protrarsi della fase di bassa crescita della produttività.

*Il giudizio della in-depth review è motivato soprattutto dai ritardi nel realizzare le riforme strutturali necessarie per rilanciare la produttività e la crescita potenziale dell'economia italiana. In*

*aggiunta alla stagnazione strutturale della produttività (cfr. il capitolo 9: La struttura produttiva e le riforme), che si ripercuote sulla crescita del prodotto e sui saldi di finanza pubblica, la Commissione sottolinea anche la forte perdita della quota delle esportazioni italiane sul mercato mondiale dall'avvio della crisi. Tuttavia, come del resto documentato dalla Commissione, tale perdita si è interrotta nel 2010, con una tenuta delle esportazioni negli anni successivi sia per la componente interna alla UE sia per quella esterna; il conto corrente della bilancia dei pagamenti è inoltre tornato in avanzo dalla fine del 2012.*

*La Commissione ha apprezzato lo sforzo riformatore della Spagna (quest'anno non più giudicata in situazione di squilibrio eccessivo), sebbene esistano tuttora sei indicatori oltre le soglie stabilite dalla Procedura. In Francia gli squilibri macroeconomici sono ritenuti tali da richiedere un «monitoraggio specifico e azioni incisive di politica economica» a causa del peggioramento del saldo commerciale e della competitività in un contesto di elevato debito pubblico. Per la Germania la Commissione individua una situazione di squilibrio macroeconomico a causa dell'ampiezza e della persistenza del surplus del conto corrente che, data la dimensione del paese, può comportare esternalità negative all'interno dell'area dell'euro.*

## 6. LE POLITICHE DI BILANCIO

Nel 2013 l'indebitamento netto nell'area dell'euro è ulteriormente diminuito, al 3,0 per cento del PIL, nonostante un contesto macroeconomico ancora sfavorevole. La riduzione ha interessato la maggior parte dei paesi. Nelle previsioni della Commissione europea il miglioramento dei conti continuerà nell'anno in corso e, in misura minore, nel 2015. L'incidenza del debito sul PIL è aumentata nel 2013 di oltre due punti, al 95,0 per cento, anche per effetto del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (0,4 punti); dopo un più contenuto incremento nell'anno in corso, tale incidenza dovrebbe iniziare a ridursi dal 2015.

I piani per l'erogazione di prestiti a favore di Irlanda e Spagna si sono conclusi, mentre quello relativo al Portogallo dovrebbe terminare entro la metà del 2014. Il programma europeo di finanziamenti a favore della Grecia dovrebbe essere completato entro la fine dell'anno.

È proseguito il processo di riforma della governance economica europea e il dibattito sull'architettura istituzionale della UEM. Nel maggio dello scorso anno sono entrati in vigore i due regolamenti che costituiscono il cosiddetto *two-pack* e, in autunno, ha trovato applicazione una delle loro principali innovazioni: il calendario comune per la predisposizione dei piani di bilancio da parte dei paesi dell'area dell'euro e per la valutazione della loro conformità alle regole europee da parte della Commissione. Nel 2013 è entrato in vigore il *fiscal compact*; nel corso dell'anno si è perfezionato il processo di recepimento delle sue disposizioni nella maggior parte dei paesi dell'area. Le proposte di riforma volte a costituire a livello di area dell'euro un'autonoma capacità di raccogliere risorse (*fiscal capacity*), anche a fini di stabilizzazione macroeconomica, non si sono finora tradotte in azioni concrete pur suscitando un ampio dibattito. Sono invece stati fatti significativi passi avanti per la creazione dell'Unione bancaria (cfr. il paragrafo del capitolo 16: *L'Unione bancaria europea*).

### *I risultati e le prospettive*

*I risultati di bilancio del 2013.* – Nell'area dell'euro l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è diminuito per il quarto anno consecutivo, al 3,0 per cento del PIL dal 3,7 del 2012 (tav. 6.1); il disavanzo era fortemente aumentato nel 2009, dal 2,1 al 6,3 per cento del PIL.

La situazione dei conti pubblici è migliorata in 11 paesi, dove la riduzione dell'indebitamento netto è stata mediamente pari a 1,3 punti percentuali del prodotto; è risultata particolarmente rilevante in Spagna (3,5 punti). Il disavanzo si è stabilizzato al 3,0 per cento del prodotto in Italia, intorno a un sostanziale pareggio in Estonia,

Germania e Lussemburgo. L'indebitamento netto è aumentato in misura significativa in Slovenia (di 10,7 punti, al 14,7 per cento del PIL) e in Grecia (di 3,8 punti, al 12,7 per cento del PIL) per effetto di operazioni a sostegno del sistema bancario e finanziario (10,4 e 10,6 punti del prodotto, rispettivamente).

Tavola 6.1

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati e previsioni (in percentuale del PIL)								
PAESI	Indebitamento netto				Debito (1)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Austria	2,6	1,5	2,8	1,5	74,4	74,5	80,3	79,2
Belgio	4,1	2,6	2,6	2,8	101,1	101,5	101,7	101,5
Cipro	6,4	5,4	5,8	6,1	86,6	111,7	122,2	126,4
Estonia	0,2	0,2	0,5	0,6	9,8	10,0	9,8	9,6
Finlandia	1,8	2,1	2,3	1,3	53,6	57,0	59,9	61,2
Francia	4,9	4,3	3,9	3,4	90,6	93,5	95,6	96,6
Germania	-0,1	0,0	0,0	0,1	81,0	78,4	76,0	73,6
Grecia	8,9	12,7	1,6	1,0	157,2	175,1	177,2	172,4
Irlanda	8,2	7,2	4,8	4,2	117,4	123,7	121,0	120,4
Italia	3,0	3,0	2,6	2,2	127,0	132,6	135,2	133,9
Lettonia	1,3	1,0	1,0	1,1	40,8	38,1	39,5	33,4
Lussemburgo	0,0	-0,1	0,2	1,4	21,7	23,1	23,4	25,5
Malta	3,3	2,8	2,5	2,5	70,8	73,0	72,5	71,1
Paesi Bassi	4,1	2,5	2,8	1,8	71,3	73,5	73,8	73,4
Portogallo	6,4	4,9	4,0	2,5	124,1	129,0	126,7	124,8
Slovacchia	4,5	2,8	2,9	2,8	52,7	55,4	56,3	57,8
Slovenia	4,0	14,7	4,3	3,1	54,4	71,7	80,4	81,3
Spagna	10,6	7,1	5,6	6,1	86,0	93,9	100,2	103,8
<b>Area euro (2)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>92,7</b>	<b>95,0</b>	<b>96,0</b>	<b>95,4</b>

Fonte: Commissione europea, *Spring Forecast*, maggio 2014.  
 (1) Il debito include la quota di pertinenza di ciascun paese dei prestiti effettuati dall'EFSF, i prestiti bilaterali concessi ad altri paesi dell'area dell'euro e la quota di partecipazione al capitale dell'ESM. – (2) La Lettonia ha adottato l'euro il 1° gennaio 2014; per omogeneità di confronto, i dati relativi all'area sono calcolati tenendo conto di questo paese anche per il 2012 e il 2013.

*In questo capitolo si fa riferimento ai dati pubblicati dalla Commissione europea il 5 maggio 2014, che recepiscono le informazioni notificate dai paesi all'inizio di aprile nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi. Relativamente a questi dati l'Eurostat ha espresso riserve solo con riferimento ai Paesi Bassi, a causa dell'incertezza circa l'impatto sui conti pubblici della nazionalizzazione e della successiva ristrutturazione di un intermediario bancario e assicurativo.*

Il miglioramento del saldo di bilancio nella media dell'area dell'euro è in linea con quanto programmato dai governi nella primavera del 2013. Il tasso di crescita dell'attività economica è risultato in media sostanzialmente analogo a quello incluso nelle previsioni. I divari più ampi dei saldi di bilancio rispetto ai programmi si sono verificati, in senso favorevole, nei Paesi Bassi, in Austria, in Irlanda e a Cipro; in senso sfavorevole si sono invece osservati in Grecia e in Slovenia (gli interventi a supporto del sistema bancario e finanziario non erano pienamente scontati nelle previsioni) e, in misura minore, in Spagna.

Nelle stime della Commissione europea il disavanzo strutturale (ossia corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è migliorato di 0,8 punti percentuali, all'1,3 per cento del PIL.

*Secondo la Commissione, escludendo gli effetti del ciclo economico, la riduzione del disavanzo sarebbe stata pari all'1,1 per cento, di cui 0,3 punti attribuibili alle misure di carattere temporaneo. I margini di incertezza nelle stime dell'indebitamento netto strutturale sono particolarmente ampi nell'attuale contesto, data la difficoltà di stimare in tempo reale il prodotto potenziale e quindi la posizione ciclica, soprattutto per i paesi impegnati in un processo di aggiustamento strutturale.*

Il disavanzo primario dell'area è diminuito nel 2013 di 0,5 punti, allo 0,1 per cento del prodotto. Germania e Italia hanno registrato un ampio avanzo primario (2,2 per cento del rispettivo prodotto) anche se in lieve calo; il processo di consolidamento dei conti pubblici ha consentito all'Austria di conseguire lo scorso anno un avanzo di un punto del prodotto. Nel resto dell'area si è registrato in media un disavanzo primario del 2,2 per cento del PIL.

Rispetto al 2012 l'incidenza delle entrate sul prodotto è aumentata di 0,5 punti percentuali (al 46,8 per cento), quella delle spese primarie è rimasta sostanzialmente stabile (al 46,9). La spesa per interessi è diminuita di 0,2 punti, al 2,9 per cento del PIL.

*L'incidenza delle entrate sul prodotto è salita nella maggioranza dei paesi; è rimasta sostanzialmente stabile in Germania, Italia e Lettonia; è diminuita in Estonia e Lussemburgo. Nella maggior parte dei paesi sono stati effettuati interventi di natura discrezionale per ampliare le basi imponibili o innalzare le aliquote di imposta. Le spese primarie sono scese in misura significativa in Spagna, risentendo della riduzione delle erogazioni in conto capitale; è fortemente aumentata la spesa in Grecia e Slovenia, in connessione con i citati interventi per la capitalizzazione dei rispettivi sistemi bancari nazionali.*

Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è cresciuto di 2,3 punti nella media dell'area dell'euro, al 95,0 per cento. L'incremento ha risentito principalmente del divario, peraltro in contrazione rispetto all'anno precedente, tra onere medio del debito (3,1 per cento) e tasso di crescita del PIL nominale (1,0 per cento). Escludendo i prestiti a sostegno dei paesi in difficoltà, il rapporto tra debito e prodotto è pari al 92,6 per cento (90,7 nel 2012).

*Si è ridotto, da sei a cinque, il numero di paesi con livelli di debito inferiori alla soglia del 60 per cento del PIL, in seguito all'aumento dal 54,4 al 71,7 per cento in Slovenia. L'incidenza del debito sul prodotto è aumentata in misura particolarmente rilevante anche a Cipro (25,1 punti, al 111,7 per cento), in Grecia (17,9 punti, al 175,1 per cento) e, in misura minore, in Spagna (7,9 punti, al 93,9 per cento) e in Irlanda (6,3 punti, al 123,7 per cento). A Cipro e in Slovenia la variazione del debito è principalmente attribuibile agli effetti delle operazioni di sostegno ai rispettivi sistemi bancari; nel caso di Grecia, Spagna e Irlanda il fattore preponderante è rappresentato dal divario tra onere del debito e crescita del prodotto nominale. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto è diminuito solo in Germania (2,6 punti, al 78,4 per cento) e in Lettonia (2,7 punti, al 38,1 per cento).*

Solo sei paesi dell'area non sono attualmente sottoposti alla Procedura per i disavanzi eccessivi (Estonia, Finlandia, Germania, Italia, Lettonia e Lussemburgo). Tra quelli sottoposti alla Procedura, l'indebitamento netto si è collocato al di sotto della soglia del 3 per cento del prodotto in Austria, Belgio, Malta, Paesi Bassi e Slovacchia.

Tra maggio e giugno del 2013, tenuto conto degli effetti di una crescita economica meno robusta di quanto inizialmente previsto e dell'entità delle correzioni da apportare, il Consiglio ha esteso il periodo entro cui riportare il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento di un anno per Paesi Bassi (al 2014) e Portogallo (al 2015), di due anni

per Francia (al 2015), Slovenia (al 2015) e Spagna (al 2016), di quattro anni per Cipro (al 2016). Il termine per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo varia tra il 2013 (per Austria, Belgio e Slovacchia) e il 2016 (per Cipro, Grecia e Spagna).

*Nel maggio 2013 la Commissione ha avviato una nuova procedura di infrazione per disavanzo eccessivo nei confronti di Malta (la precedente era stata abrogata nel dicembre 2012). In giugno il Consiglio della UE ha raccomandato a Malta di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2014 e ha abrogato le procedure in corso nei confronti dell'Italia e della Lettonia. Infine ha valutato come insufficienti le misure adottate dal Belgio per consolidare i conti pubblici, fissando al 2013 il nuovo termine per la correzione del disavanzo eccessivo.*

*Rilevando la presenza di rischi circa il rispetto del termine per correggere il disavanzo eccessivo, la Commissione nel marzo 2014 ha raccomandato a Francia e Slovenia di porre in essere le misure necessarie a garantire un aggiustamento in termini strutturali dei conti pubblici coerente con le decisioni del Consiglio.*

*Il sostegno finanziario ai paesi in difficoltà.* – Nell'ambito dei programmi di sostegno sono stati erogati nel 2013 prestiti da paesi e istituzioni europee e dal Fondo monetario internazionale per un ammontare di quasi 60 miliardi; circa 12 miliardi sono stati versati nei primi mesi del 2014. Il totale erogato a partire dal 2010 ha così raggiunto circa 411 miliardi (tav. 6.2). A causa del previsto profilo temporale degli aiuti e della conclusione della fase di erogazione di alcuni piani, gli importi versati nel 2013 e quelli programmati per l'anno in corso sono sensibilmente inferiori a quelli del 2012 (circa 198 miliardi) e del 2011 (circa 110 miliardi).

Da luglio del 2013 lo European Financial Stability Facility (EFSF) è stato sostituito dallo European Stability Mechanism (ESM) come strumento per il finanziamento di eventuali nuovi interventi a favore di paesi dell'area dell'euro in difficoltà; l'EFSF resta pertanto in funzione solo per la gestione dei programmi ai quali ha già preso parte (Grecia, Irlanda e Portogallo).

*L'ESM ha un capitale complessivo di circa 700 miliardi, di cui 620 richiamabili e 80 versati dai paesi partecipanti in cinque quote di pari importo, di cui due nel corso del 2013 e una, l'ultima, nel mese di aprile del 2014. Grazie a questi versamenti, la capacità complessiva di prestito dell'ESM ammonta ora a 500 miliardi, circa 450 al netto delle risorse già erogate (46,1 miliardi) e degli impegni ulteriori già sottoscritti (4,2 miliardi). In seguito all'adesione all'area dell'euro all'inizio di quest'anno, la Lettonia è diventata il diciottesimo membro dell'ESM nel mese di marzo; essa ha sottoscritto una quota di capitale – addizionale rispetto a quelle degli altri paesi soci – di 1,9 miliardi e si è impegnata a versarne una parte (0,2 miliardi) in cinque quote annuali di eguale importo a partire dal 2014. A giugno del 2013, l'Eurogruppo ha raggiunto un accordo sulla possibile ricapitalizzazione diretta degli istituti bancari da parte dell'ESM, con l'obiettivo di contribuire ad allentare i legami tra la stabilità del settore finanziario e la sostenibilità delle finanze pubbliche dei singoli Stati membri. In particolare, una volta in vigore la vigilanza comune europea sugli istituti di credito, l'ESM potrà destinare fino a 60 miliardi a questo scopo (cfr. il capitolo 3: La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari nella Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia sull'anno 2013).*

Lo scorso anno la Grecia ha ricevuto prestiti per circa 32 miliardi, nell'ambito del secondo programma di sostegno (definito a marzo del 2012) che ha sostituito quello sottoscritto a maggio del 2010. Considerando entrambi i piani, tra il 2010 e i primi mesi del 2014 la Grecia ha ricevuto finanziamenti per circa 221 miliardi (pari al 122 per cento del PIL del 2013). Di questi, quasi il 90 per cento è stato messo a disposizione dagli altri paesi dell'area dell'euro con prestiti bilaterali o attraverso l'EFSF; la quota restante è stata invece fornita dall'FMI. Secondo i programmi i versamenti dell'EFSF dovrebbero terminare entro la fine dell'anno in corso, mentre il piano di sostegno dell'FMI si concluderebbe nel 2016.

Tavola 6.2

Dettaglio del sostegno finanziario ai paesi in difficoltà (1) (miliardi di euro)							
VOCI	2010	2011	2012	2013	2014 (gen.-mag.) (2)	Totale fino a maggio 2014	Totale del piano di sostegno
<b>IRLANDA</b>							
Prestiti bilaterali	0,0	0,5	2,5	1,9	–	4,8	4,8
EFSF	0,0	7,6	4,4	5,7	–	17,7	17,7
EFSM	0,0	13,9	7,8	0,0	0,8	22,5	22,5
FMI	0,0	12,8	6,4	3,3	–	22,6	22,5
<b>Totale</b>	<b>0,0</b>	<b>34,7</b>	<b>21,1</b>	<b>10,9</b>	<b>0,8</b>	<b>67,6</b>	<b>67,5 (3)</b>
<b>PORTOGALLO</b>							
EFSF	–	6,9	11,3	6,6	1,2	26,0	26,0
EFSM	–	14,1	8,0	0,0	1,8	23,9	26,0
FMI	–	13,0	8,2	3,4	1,8	26,3	26,0
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>34,0</b>	<b>27,5</b>	<b>10,0</b>	<b>4,8</b>	<b>76,2</b>	<b>78,0</b>
<b>GRECIA</b>							
<b>Primo piano di sostegno</b>							
Prestiti bilaterali	21,0	31,9	–	–	–	52,9	52,9
FMI	10,5	9,6	–	–	–	20,1	20,1
<b>Totale</b>	<b>31,5</b>	<b>41,5</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>73,0</b>	<b>73,0 (4)</b>
<b>Secondo piano di sostegno</b>							
EFSF	–	–	108,3	25,3	6,3	139,9	144,6 (5)
FMI	–	–	1,7	6,7	0,0	8,4	28,0
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>110,0</b>	<b>32,0</b>	<b>6,3</b>	<b>148,3</b>	<b>172,6</b>
<b>SPAGNA</b>							
ESM	–	–	39,5	1,9	–	41,3	41,3
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>39,5</b>	<b>1,9</b>	<b>–</b>	<b>41,3</b>	<b>41,3 (6)</b>
<b>CIPRO</b>							
ESM	–	–	–	4,6	0,2	4,8	9,0
FMI	–	–	–	0,3	0,1	0,3	1,0
<b>Totale</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>4,9</b>	<b>0,2</b>	<b>5,1</b>	<b>10,0</b>

Fonte: per i prestiti bilaterali all'Irlanda, National Treasury Management Agency; per i prestiti concessi dall'EFSF, sito internet dell'EFSF; per i prestiti erogati dall'EFSM, Commissione europea, *Investor presentation*, 15 maggio 2014 e sito internet della Commissione; per i prestiti dell'FMI non inclusi nel primo piano di sostegno alla Grecia, comunicati stampa dell'FMI diffusi in occasione di ogni erogazione; per il primo piano di sostegno alla Grecia, Commissione europea, *The second economic adjustment programme for Greece*, marzo 2012; per i prestiti dell'ESM, comunicati stampa dell'ESM.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali e alla fluttuazione dei tassi di cambio. – (2) L'ammontare del sostegno finanziario erogato nel corso dell'anno tiene conto dei dati disponibili al 20 maggio. – (3) Il dato non include 17,5 miliardi a carico dell'Irlanda costituiti da fondi dell'Irish Treasury e del National Pensions Reserve Fund. – (4) Il primo piano di sostegno finanziario alla Grecia ammontava a 110 miliardi, di cui 30 a carico dell'FMI. L'ammontare qui riportato si riferisce a quanto effettivamente prestatato fino alla fine del 2011. La parte non versata è stata inglobata nel secondo piano di sostegno. – (5) Tale ammontare non include 35 miliardi di titoli emessi dall'EFSF per l'attivazione dello schema di riacquisto finalizzato a sostenere la qualità dei titoli emessi o pienamente garantiti dalla Grecia. – (6) A luglio 2012 l'Eurogruppo aveva approvato un programma di assistenza finanziaria alla Spagna per un massimo di 100 miliardi; i prestiti effettivamente concessi alla chiusura del programma a dicembre 2013 ammontavano tuttavia a 41,3 miliardi.

*Nel novembre 2012 l'Eurogruppo aveva raggiunto un accordo per una serie di ulteriori misure di sostegno tra cui il trasferimento alla Grecia di un importo pari ai profitti realizzati dalle banche centrali nazionali dell'area dell'euro sui titoli di Stato greci contenuti nel portafoglio del Securities Markets Programme. Nel corso del 2013 i relativi versamenti sono stati pari a circa 2 miliardi.*

Nel marzo di quest'anno si è concluso il piano di sostegno finanziario definito nel 2010 a favore dell'Irlanda, con un ultimo versamento effettuato dallo European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM). Il paese ha ricevuto risorse per circa 68

miliardi (pari al 41 per cento del PIL del 2013), di cui quasi 11 nel corso dell'ultimo anno. Tali prestiti sono stati concessi per un importo di circa 23 miliardi dall'FMI, 22,5 dall'EFSM, 17,7 dall'EFSF e 4,8 sulla base di accordi bilaterali dell'Irlanda con Regno Unito, Svezia e Danimarca. In base ai programmi attuali la restituzione della quota capitale dei finanziamenti dovrebbe avvenire tra il 2015 e il 2042; il rimborso dei prestiti bilaterali e di quelli concessi dall'FMI avrebbe luogo entro il 2023.

Il programma in favore del Portogallo, definito a maggio del 2011, è continuato nel corso del 2013 e dei primi mesi dell'anno in corso, con prestiti per un ammontare pari, rispettivamente, a 10,0 e 4,8 miliardi. Questi contributi hanno portato il totale del sostegno finanziario al paese a oltre 76 miliardi (pari al 46 per cento del PIL del 2013); tale somma è stata messa a disposizione in quote di importo simile dall'EFSF e dall'FMI e in misura leggermente inferiore dall'EFSM. Le erogazioni a sostegno del Portogallo dovrebbero terminare alla metà del 2014 con gli ultimi versamenti dell'EFSM e dell'FMI.

*Complessivamente, nello scorso anno e nei primi mesi di quello in corso, l'EFSF ha concesso finanziamenti per circa 45 miliardi in favore di Grecia, Irlanda e Portogallo. Al contrario, nel corso del 2013 l'EFSM non ha erogato prestiti nell'ambito dei programmi cui partecipa (ovvero quelli a favore di Irlanda e Portogallo); le sue operazioni sono riprese nei primi mesi del 2014 con l'erogazione di prestiti per complessivi 2,6 miliardi. Il 21 giugno del 2013 il Consiglio dell'Unione europea ha concordato un'estensione – pari in media a sette anni – dei termini di pagamento dei prestiti concessi dall'EFSM all'Irlanda e al Portogallo. Una decisione analoga è stata presa dall'EFSF il successivo 24 giugno.*

Il piano di sostegno a favore della Spagna, gestito dall'ESM e finalizzato alla ricapitalizzazione di alcuni istituti bancari, si è concluso a dicembre del 2013. L'esborso complessivo (41,3 miliardi, circa il 4 per cento del PIL del 2013) è risultato inferiore all'ammontare massimo di 100 miliardi deciso a luglio del 2012 dall'Eurogruppo. Gli accordi prevedono che il governo spagnolo restituisca la quota capitale dei prestiti in misura sostanzialmente uniforme tra il 2022 e il 2027.

Un piano di sostegno a favore di Cipro, per un ammontare complessivo di circa 10 miliardi (pari a circa il 61 per cento del PIL del 2013), è stato definito nella primavera dello scorso anno (cfr. il capitolo 6: *Le politiche di bilancio* nella Relazione sull'anno 2012). In tale ambito l'ESM ha finora concesso prestiti al governo cipriota per un ammontare pari a 4,8 miliardi; l'FMI ha contribuito con il versamento di circa 0,3 miliardi (cfr. il capitolo 4: *La cooperazione economica internazionale*).

*Le prospettive.* – In base alle previsioni pubblicate il 5 maggio scorso dalla Commissione europea, nel 2014 l'indebitamento netto dell'area dell'euro diminuirebbe di ulteriori 0,5 punti percentuali del prodotto, al 2,5 per cento (cfr. tav. 6.1).

L'andamento del sostegno pubblico al sistema bancario e finanziario contribuisce a spiegare le variazioni più rilevanti dell'indebitamento netto dei singoli paesi rispetto all'anno in corso: in diminuzione in Grecia e Slovenia, in aumento in Austria. Entrambi i paesi per i quali il Consiglio della UE ha fissato al 2014 il termine per la correzione dei disavanzi eccessivi (Malta e Paesi Bassi) registrerebbero un indebitamento netto inferiore al 3 per cento del loro prodotto.

Nel 2014 l'incidenza delle entrate delle Amministrazioni pubbliche dell'area sul PIL resterebbe sostanzialmente stabile. Quella delle spese primarie diminuirebbe di 0,6

punti, al 46,3 per cento, riflettendo una contrazione di pari entità della spesa corrente e di quella in conto capitale. Il saldo primario migliorerebbe di circa mezzo punto, raggiungendo un avanzo dello 0,4 per cento del prodotto: ciononostante il debito continuerebbe a crescere, passando dal 95,0 per cento del PIL del 2013 al 96,0.

Per il 2015, in assenza di ulteriori interventi rispetto a quelli già definiti, la Commissione europea stima che il disavanzo medio dell'area si riduca ulteriormente, al 2,3 per cento del prodotto. L'incidenza del debito pubblico sul PIL scenderebbe per la prima volta dal 2007, collocandosi al 95,4 per cento.

Nelle previsioni della Commissione, l'orientamento della politica di bilancio per l'area dell'euro, espresso in termini di variazione del saldo primario corretto per il ciclo, continuerebbe a essere restrittivo nel 2014 anche se in misura molto meno accentuata rispetto al triennio 2011-13. L'orientamento diverrebbe moderatamente espansivo nel 2015. L'avanzo primario corretto per il ciclo economico, pari allo 0,8 per cento del PIL nel 2007, sarebbe pari all'1,8 nell'anno in corso.

### *La riforma della governance europea*

*La prima applicazione del two-pack.* – Nel maggio 2013, con l'entrata in vigore di due regolamenti noti come *two-pack*, è stato compiuto un ulteriore passo in avanti nel processo di riforma della governance economica europea, avviato a marzo del 2010 in risposta all'emergere delle tensioni finanziarie (cfr. il paragrafo del capitolo 6: *La riforma della governance europea* nella Relazione sull'anno 2011 e sull'anno 2012). In autunno ha trovato applicazione per la prima volta una delle principali innovazioni previste dai due nuovi regolamenti, ossia il calendario comune per la predisposizione dei piani di bilancio per l'anno successivo da parte dei paesi dell'area dell'euro. In ottobre la Commissione europea ha ricevuto e analizzato, sulla base delle proprie previsioni, i programmi dei singoli paesi per verificarne la conformità ai principi del Patto di stabilità e crescita. In novembre sono stati resi pubblici i giudizi relativi ai singoli piani, insieme a un'analisi dell'impatto delle misure annunciate sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro nel suo complesso. Nessun piano è stato giudicato non conforme agli obblighi del Patto di stabilità e crescita e non sono state perciò richieste riformulazioni. I programmi sono stati comunque classificati con riferimento a quattro livelli di conformità, per tenere conto dei diversi gradi di rischio connessi con la loro attuazione.

*L'Estonia e la Germania hanno ottenuto un giudizio di piena conformità, avendo raggiunto o superato il proprio obiettivo di bilancio di medio termine. Tre paesi (Francia, Paesi Bassi e Slovenia) sono stati giudicati conformi, ma senza margini per possibili scostamenti: i rispettivi piani di bilancio, se applicati pienamente, garantirebbero il rispetto del Patto di stabilità e crescita. Per altri tre paesi (Austria, Belgio e Slovacchia) i piani di bilancio sono stati considerati solo approssimativamente conformi, in quanto le misure previste potrebbero comportare deviazioni dal sentiero di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio di medio termine. Per i restanti cinque paesi (Finlandia, Italia, Lussemburgo, Malta e Spagna) i piani presentati sono stati valutati a rischio di non conformità. Nei casi di Malta e Spagna sarebbe a rischio l'aggiustamento di bilancio richiesto per il ripristino del disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento. Nel caso del Lussemburgo e della Finlandia appaiono possibili significative deviazioni dall'aggiustamento verso l'obiettivo di medio periodo (pari, rispettivamente, a un avanzo dello 0,5 per cento in termini strutturali e a un disavanzo di eguale entità). Per la Finlandia, in aggiunta, si potrebbe verificare il superamento della soglia del 60 per cento per il rapporto tra il debito e il prodotto. Il piano italiano infine potrebbe comportare il mancato rispetto della regola del debito nel 2014.*

*Nel valutare i programmi di bilancio per il 2014, la Commissione ha adottato per la prima volta un criterio di favore alla spesa per investimenti. In particolare, secondo questo approccio, uno scostamento dall'obiettivo di medio termine o dal sentiero di convergenza è ammissibile se: (a) il disavanzo non supera la soglia del 3 per cento; (b) la regola sul debito è rispettata; (c) gli esborsi sono impiegati per alcuni programmi cofinanziati dalla UE con un effetto di lungo termine positivo sulla sostenibilità dei conti pubblici. Tale trattamento è ammissibile solo nel caso in cui un paese sia in recessione o evidenzii una crescita ben al di sotto del tasso potenziale. La Commissione tuttavia ha ritenuto che non fossero verificate le condizioni per l'applicazione di questo criterio per i due paesi dell'area che ne hanno fatto richiesta: Slovacchia e Italia (cfr. il paragrafo del capitolo 13: La politica di bilancio per il 2014).*

*Il recepimento del fiscal compact. – Il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nella UEM, sottoscritto nel marzo 2012, è entrato in vigore il 1° gennaio 2013. La parte meglio nota come *fiscal compact* richiedeva che i paesi firmatari recepissero nella legislazione nazionale, entro gennaio del 2014 e preferibilmente a livello costituzionale, una norma volta al raggiungimento e al mantenimento del pareggio o di un avanzo di bilancio in termini strutturali, comprendente un meccanismo automatico di correzione in caso di scostamento. Le modalità con le quali il Trattato è stato recepito differiscono ampiamente tra i vari paesi.*

*Il Trattato è stato sottoscritto, all'atto della stesura, da tutti gli Stati membri della UE, con l'eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca; la Croazia, nella UE dal luglio 2013, non ha finora aderito. La totalità dei paesi dell'area dell'euro ha ratificato il Trattato, ma non tutti gli ordinamenti nazionali vi si sono già adeguati. Solo in pochi casi il principio del pareggio di bilancio ha ricevuto una sanzione di rango costituzionale. Nel mutuare i principi del Trattato nelle relative legislazioni nazionali, tutti i paesi hanno introdotto regole numeriche relative al complesso delle Amministrazioni pubbliche; nella maggior parte degli ordinamenti l'obiettivo complessivo non è ripartito tra sottosectori e il novero delle eccezioni previste al principio del pareggio di bilancio è analogo a quello del Trattato. Solo in una minoranza di casi la possibilità di scostarsi dal pareggio di bilancio o dal sentiero di avvicinamento richiede l'autorizzazione dei Parlamenti nazionali. In coerenza con lo spirito del Trattato, tutti gli ordinamenti hanno definito un meccanismo di correzione degli scostamenti, la cui attivazione è però automatica solo per pochi. In non tutti i paesi si è completato il processo di istituzione di organismi di controllo indipendenti; in alcuni casi non è previsto l'obbligo per il governo di giustificare la scelta di adottare un quadro macroeconomico e di finanza pubblica che differisca in maniera significativa dalle proiezioni degli organismi di controllo. L'Italia ha dato seguito agli impegni assunti in sede europea con la riforma costituzionale dell'aprile 2012 (cfr. il paragrafo del capitolo 13: La riforma costituzionale sul pareggio di bilancio nella Relazione sull'anno 2012).*

*Il dibattito sulla fiscal capacity. – Tra le proposte di riforma elaborate alla fine del 2012 dal Presidente del Consiglio europeo e dalla Commissione per il completamento dell'Unione economica e monetaria, vi era la costituzione a livello di area dell'euro di un'autonoma capacità di raccogliere risorse (*fiscal capacity*; cfr. il paragrafo del capitolo 6: *La riforma della governance europea* nella Relazione sull'anno 2012). La proposta della *fiscal capacity* non si è tradotta finora in azioni concrete, pur innescando un ampio dibattito sulle sue possibili funzioni, quali la stabilizzazione macroeconomica e il finanziamento di riforme strutturali e di infrastrutture con benefici, anche indiretti, per l'area nel suo complesso.*

*Un tema in parte connesso con quello della fiscal capacity è la possibile creazione di un debito pubblico dell'area. Tuttavia molte delle funzioni di un bilancio comune possono essere svolte anche sotto un vincolo di pareggio.*

Con riferimento alla funzione di stabilizzazione macroeconomica, un bilancio comune contribuirebbe ad attenuare l'impatto degli shock che colpiscono con effetti asimmetrici i diversi paesi dell'area e i costi, economici e sociali, dell'aggiustamento.

Rispetto ad altre associazioni di Stati, l'effetto di stabilizzazione automatica garantito da un bilancio sovranazionale sarebbe particolarmente utile nel caso dell'area dell'euro, dove la flessibilità dei salari e la mobilità dei lavoratori tra paesi sono relativamente ridotte, e rappresenterebbe un valido complemento all'uso anticiclico delle politiche di bilancio dei singoli paesi membri, la cui efficacia è attenuata dall'elevata interdipendenza commerciale.

*Nel caso di alcuni paesi dell'area inoltre la possibilità di utilizzare le politiche di bilancio nazionali è al momento fortemente ridotta a causa di finanze pubbliche che risentono di un'insufficiente disciplina di bilancio o di squilibri di natura finanziaria e macroeconomica. Prevenire situazioni analoghe è l'obiettivo principale di altre riforme della governance europea riguardanti: (a) una più stretta sorveglianza sulle politiche di bilancio; (b) il monitoraggio e la tempestiva correzione degli squilibri macroeconomici (cfr. il paragrafo del capitolo 5: La bilancia dei pagamenti); (c) l'Unione bancaria.*

Andrebbe però ridotto il rischio che l'istituzione di una *fiscal capacity* autonoma dell'area dell'euro possa indurre forme di azzardo morale (ad es. i governi avrebbero meno incentivi a perseguire riforme strutturali), rafforzando il presidio delle regole di bilancio europee. Si renderebbero inoltre necessarie modifiche istituzionali volte a garantire una sufficiente legittimazione democratica delle decisioni riguardanti il bilancio comune (ad es. aumentando significativamente i poteri del Parlamento europeo), nella direzione di una vera e propria Unione politica. Oltre alle difficoltà di ordine generale, vanno risolte complesse questioni relative alle dimensioni e agli scopi del bilancio comune.

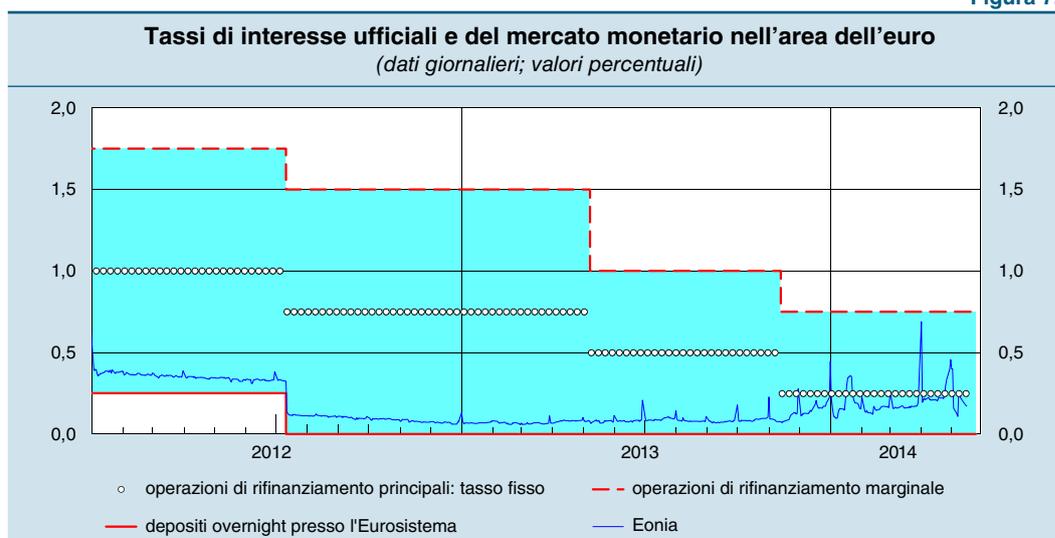
Un'autonoma *fiscal capacity* per l'area dell'euro potrebbe essere costituita sia attraverso un sistema automatico di trasferimenti agli Stati colpiti da eventi negativi, sia attraverso la condivisione di specifiche voci di spesa e di entrata.

*Nel primo caso, il principale problema è costituito dalla necessità di una misurazione accurata e tempestiva delle condizioni cicliche dei diversi paesi, cui i trasferimenti automatici andrebbero collegati. Nel secondo, resta aperta la scelta di quali programmi di spesa (e quali fonti di entrata) sia più opportuno centralizzare e, in un'elevata misura, armonizzare. Un naturale candidato, alla luce della sua funzione anticiclica dal lato sia delle entrate sia delle uscite, è il sussidio di disoccupazione. Tuttavia le notevoli differenze nelle caratteristiche dei mercati del lavoro dei paesi dell'area (ad es. la diversa incidenza della disoccupazione di lungo periodo) potrebbero rendere difficile evitare che alcuni paesi risultino sistematicamente beneficiari (o contribuenti) netti. Non necessariamente la funzione anticiclica della fiscal capacity deve riguardare sia le entrate sia le uscite. Si potrebbe utilizzare anche uno schema pensionistico sovranazionale che, definito ad esempio in base al criterio contributivo, garantisca l'equità attuariale tra generazioni e l'assenza di trasferimenti strutturali tra paesi; in questo caso sarebbe soprattutto la correlazione della massa contributiva con il ciclo a esercitare una funzione di stabilizzazione macroeconomica.*

## 7. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

In un contesto di perdurante debolezza dell'attività economica, di contrazione del credito e di progressiva riduzione dell'inflazione effettiva e attesa, nel 2013 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ridotto a più riprese i tassi di interesse ufficiali, portandoli ai minimi storici; per contrastare un'eccessiva volatilità delle condizioni monetarie, da luglio ha inoltre fornito indicazioni prospettiche sull'orientamento di politica monetaria, che rimarrà accomodante finché ritenuto necessario (fig. 7.1). Nei primi mesi dell'anno in corso, a fronte di un ulteriore indebolimento delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo ha dichiarato di essere pronto a ricorrere anche a nuovi strumenti non convenzionali per contrastare i rischi connessi con un periodo eccessivamente prolungato di bassa crescita dei prezzi.

Figura 7.1



Fonte: BCE e Thomson Reuters Datastream.

### L'azione di politica monetaria

Nei primi mesi del 2013 la flessione dell'attività economica si è estesa anche ai paesi più solidi dell'area, contribuendo a determinare un calo delle aspettative di inflazione (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro* e il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). Nella riunione di inizio maggio il Consiglio ha ridotto il tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) di 25 punti base, allo 0,50 per cento, e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,0 per cento, mantenendo pari a zero il tasso sui depositi overnight presso l'Eurosistema.

Dalla metà di maggio le attese del mercato sugli andamenti dei tassi di riferimento della BCE e i premi per scadenza inclusi nei rendimenti a lungo termine in euro sono diventati più sensibili a fattori non connessi con l'evoluzione delle condizioni economiche e monetarie dell'area, tra i quali gli annunci di un possibile avvio della normalizzazione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*); la struttura a termine dei tassi di interesse si è spostata verso l'alto ed è diventata più volatile. Per contrastare questi andamenti, dalla riunione di inizio luglio il Consiglio direttivo della BCE ha fornito indicazioni prospettiche sull'orientamento della politica monetaria (*forward guidance*), dichiarando di attendersi tassi ufficiali su livelli pari o inferiori a quelli correnti per un periodo di tempo prolungato. Tale aspettativa si fonda su prospettive di inflazione moderata nel medio periodo, tenuto conto della debolezza dell'attività economica e delle contenute dinamiche monetarie e creditizie. L'annuncio ha provocato un immediato spostamento verso il basso della struttura a termine dei tassi di interesse e una diminuzione dell'incertezza sui futuri andamenti di quelli di riferimento (cfr. il paragrafo: *I tassi di interesse e il cambio dell'euro*); ha avuto effetti solo transitori sul cambio.

Nella seconda parte dell'anno l'inflazione effettiva e quella attesa hanno continuato a ridursi, portandosi ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi, in un contesto caratterizzato dal progressivo apprezzamento dell'euro e dalla debolezza degli andamenti della moneta e del credito, pur in presenza di timidi segnali di ripresa dell'attività economica. A fronte dei rischi di un ulteriore peggioramento delle prospettive per la dinamica dei prezzi, in novembre il Consiglio ha ridotto il tasso sulle ORP e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 25 punti base, rispettivamente allo 0,25 e allo 0,75 per cento.

Nel 2013 è proseguito il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari dell'area, iniziato nell'anno precedente in seguito all'adozione di misure straordinarie da parte della BCE e al rafforzamento della governance europea e dell'azione dei governi nazionali (cfr. i capitoli 6 e 7: *Le politiche di bilancio e La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2012). I premi per il rischio sui titoli di Stato si sono fortemente ridotti, in particolare nei paesi più severamente colpiti dalla crisi del debito sovrano, le condizioni di raccolta delle banche sono migliorate e si sono registrati afflussi netti per investimenti di portafoglio verso l'area (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*).

La frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali si è attenuata, ma è rimasta elevata e ha continuato a interferire con la trasmissione della politica monetaria. Le condizioni di offerta del credito al settore privato si sono mantenute disomogenee tra paesi, in particolare per l'elevato rischio di controparte connesso con la debolezza delle prospettive di crescita in quelli più esposti alla crisi (per l'Italia, cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Nel 2013 sono stati avviati i preparativi per la creazione dell'Unione bancaria nell'area, con l'obiettivo di prevenire spirali negative tra le condizioni del mercato del debito sovrano e l'attività delle banche, e di fornire informazioni confrontabili sullo stato di salute dei bilanci degli istituti di credito nei diversi paesi. L'Unione bancaria contribuirà alla stabilità finanziaria dell'area dell'euro e, contrastando la frammentazione dei mercati, favorirà una trasmissione più omogenea degli impulsi di politica monetaria nei paesi membri (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2013).

La dinamica dei prezzi nell'area si è ulteriormente indebolita alla fine del 2013 e nei primi mesi dell'anno in corso, risultando inferiore alle previsioni degli analisti. Questi andamenti si sono in parte trasmessi anche alle aspettative di inflazione nel medio termine, accentuandone lo scostamento dalla definizione di stabilità dei prezzi. Un periodo eccessivamente prolungato di bassa inflazione può comportare numerose conseguenze indesiderabili per l'economia: (a) eserciterebbe un effetto negativo sulla domanda, a causa dell'aumento dei tassi di interesse reali e dell'incentivo a differire gli acquisti; (b) renderebbe più difficoltoso il riassorbimento degli squilibri esterni tra i paesi dell'area; (c) rallenterebbe la riduzione dell'indebitamento pubblico e privato; (d) innalzerebbe il tasso di disoccupazione, in presenza di rigidità verso il basso dei salari nominali. Inoltre le aspettative di inflazione a lungo termine si potrebbero disallineare dall'obiettivo della stabilità dei prezzi.

In linea con il suo mandato il Consiglio ha ribadito con fermezza la determinazione a mantenere condizioni accomodanti di politica monetaria fino a quando sarà necessario e ha dichiarato di essere pronto a ricorrere anche a nuove misure straordinarie per contrastare i rischi connessi con un periodo troppo prolungato di bassa inflazione: tra queste è considerata anche la possibilità di acquistare titoli privati e pubblici sul mercato secondario.

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

*I tassi di interesse a breve termine.* – Nel 2013 l'abbondante eccesso di liquidità presente nel sistema bancario ha contribuito a mantenere i tassi di interesse del mercato monetario su valori molto contenuti. Nell'ultima parte dell'anno e nei primi mesi del 2014 il progressivo riassorbimento della liquidità in eccesso ha determinato un lieve aumento dei tassi di interesse a breve termine (cfr. il paragrafo: *Le operazioni di politica monetaria*). Alla metà di maggio di quest'anno il tasso Euribor a tre mesi si è mantenuto su livelli prossimi allo 0,3 per cento (0,2 all'inizio del 2013).

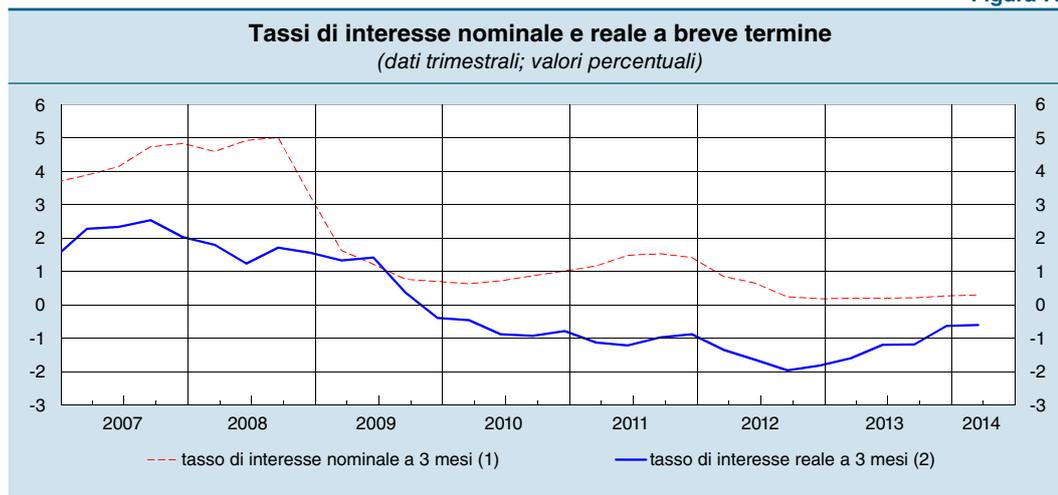
Dalla metà di maggio del 2013 la struttura a termine dei tassi di interesse ha mostrato una forte volatilità e si è spostata verso l'alto, risentendo di fattori non connessi con le condizioni economiche e monetarie dell'area, tra i quali gli annunci della Riserva federale statunitense riguardo una possibile moderazione degli acquisti di titoli nell'ambito del programma di sostegno dell'economia. A partire dalla riunione di inizio luglio il Consiglio ha fornito indicazioni prospettiche sull'orientamento di politica monetaria (*forward guidance*), annunciando di attendersi tassi ufficiali su livelli pari o inferiori a quelli correnti per un periodo di tempo prolungato. La *forward guidance* della BCE ha l'obiettivo di assicurare che le attese dei mercati sul futuro orientamento della politica monetaria siano coerenti con le intenzioni del Consiglio.

*A differenza di analoghe misure adottate da altre banche centrali nel corso della crisi finanziaria globale, la forward guidance della BCE è stata introdotta in un momento in cui i tassi ufficiali erano ancora ben al di sopra dello zero e ha natura qualitativa. Essa, infatti, non indica esplicitamente né una data né soglie numeriche per specifiche variabili economiche oltre le quali attendersi una variazione dell'orientamento di politica monetaria, ma si fonda sulla valutazione complessiva effettuata dal Consiglio delle prospettive per la stabilità dei prezzi sulla base del quadro macroeconomico e degli andamenti monetari e creditizi. Nostre analisi suggeriscono che l'annuncio delle indicazioni prospettiche da parte del Consiglio ha determinato un immediato spostamento verso il basso di circa dieci punti base della struttura a termine dei tassi di interesse del mercato monetario e dei rendimenti a medio e a lungo termine, nonché una duratura riduzione della*

correlazione tra gli andamenti dei tassi di interesse a termine in dollari e in euro e della volatilità di questi ultimi. Alla fine del 2013 la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli swap di interesse in euro a tre mesi e a un anno era diminuita del 12 e del 20 per cento rispetto ai valori registrati sei mesi prima.

I tassi di interesse reali a breve termine sono aumentati a seguito della riduzione dell'inflazione attesa; lo scorso marzo quello calcolato come differenza tra l'Euribor a tre mesi e le attese rilevate da Consensus Economics per il trimestre successivo era pari a -0,6 per cento (-1,8 a dicembre del 2012; fig. 7.2).

Figura 7.2



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream e Consensus Economics.

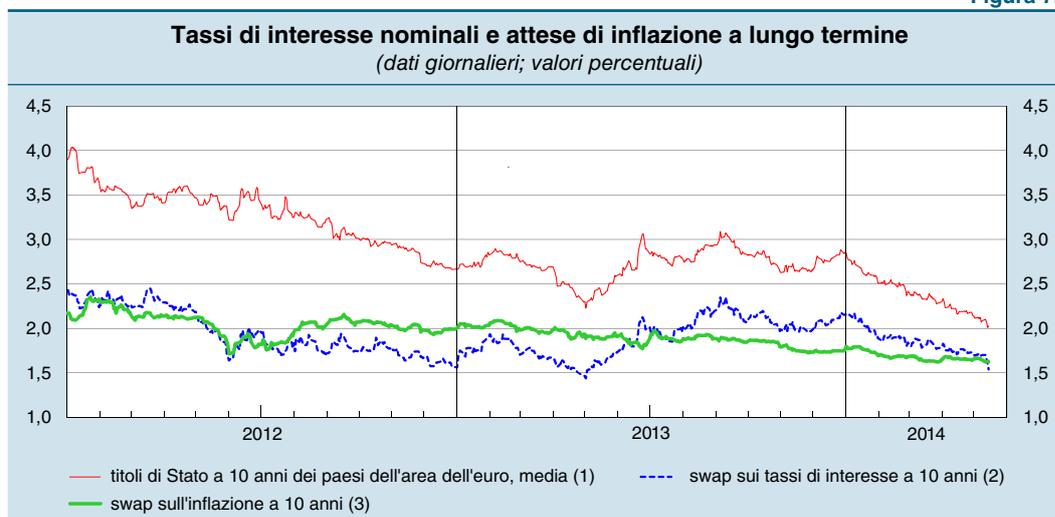
(1) Tasso Euribor a 3 mesi (media dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre). – (2) Differenza tra il tasso di interesse nominale e le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

*I rendimenti a lungo termine.* – I tassi di interesse nominali a lungo termine in euro, misurati sulla base dei contratti swap a dieci anni, sono aumentati durante la primavera del 2013, in coincidenza con gli annunci della Riserva federale riguardo a una possibile moderazione degli acquisti di titoli nell'ambito del programma di sostegno all'economia. Si sono stabilizzati successivamente all'annuncio della *forward guidance* da parte del Consiglio direttivo della BCE e ai chiarimenti della Riserva federale sul ritmo di normalizzazione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti; sono diminuiti nei primi mesi del 2014, per la riduzione delle aspettative di inflazione e le attese di un più prolungato periodo di accomodamento monetario da parte della BCE. Alla metà di maggio di quest'anno si collocavano all'1,5 per cento (1,6 a dicembre del 2012; fig. 7.3).

*Il rialzo dei tassi di interesse a lungo termine osservato negli Stati Uniti nella primavera del 2013 si è accompagnato a un incremento di quelli in euro, destando timori circa possibili ripercussioni negative sulla ripresa dell'attività produttiva nell'area (cfr. il riquadro: La trasmissione del rialzo dei tassi di interesse statunitensi a quelli dell'area dell'euro, in Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1, 2014). Nostre analisi mostrano che la progressiva contrazione dei rendimenti in dollari e in euro che si è registrata negli ultimi quindici anni è spiegata da quella dei premi per scadenza, il cui calo, avviatosi negli Stati Uniti, si è trasmesso all'area dell'euro. Alla riduzione hanno contribuito, sino al 2008, la forte domanda di titoli di Stato statunitensi da parte dei paesi emergenti ai fini dell'accumulo di riserve valutarie e, negli anni più recenti, gli acquisti di titoli di Stato da parte della Riserva federale (quantitative easing, QE). I risultati indicano inoltre che i programmi di QE negli Stati Uniti hanno determinato un calo del premio per scadenza sulla durata decennale di circa 1,6 punti percentuali per le attività denominate in dollari e di 1 punto percentuale per la media dei rendimenti tedeschi e francesi. L'annuncio di una graduale uscita dal QE negli Stati Uniti (tapering) ha determinato una*

pressione al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine statunitensi ed europei, che è stata contrastata dalla forward guidance delle banche centrali.

Figura 7.3



Fonte: Thomson Reuters Datastream ed elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Media dei rendimenti dei titoli di Stato benchmark a 10 anni austriaci, belgi, finlandesi, francesi, irlandesi, italiani, olandesi, portoghesi, spagnoli e tedeschi ponderata con il PIL a prezzi costanti del 2013. – (2) Tasso fisso nei contratti swap di interesse a 10 anni. – (3) Tasso fisso nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro a 10 anni.

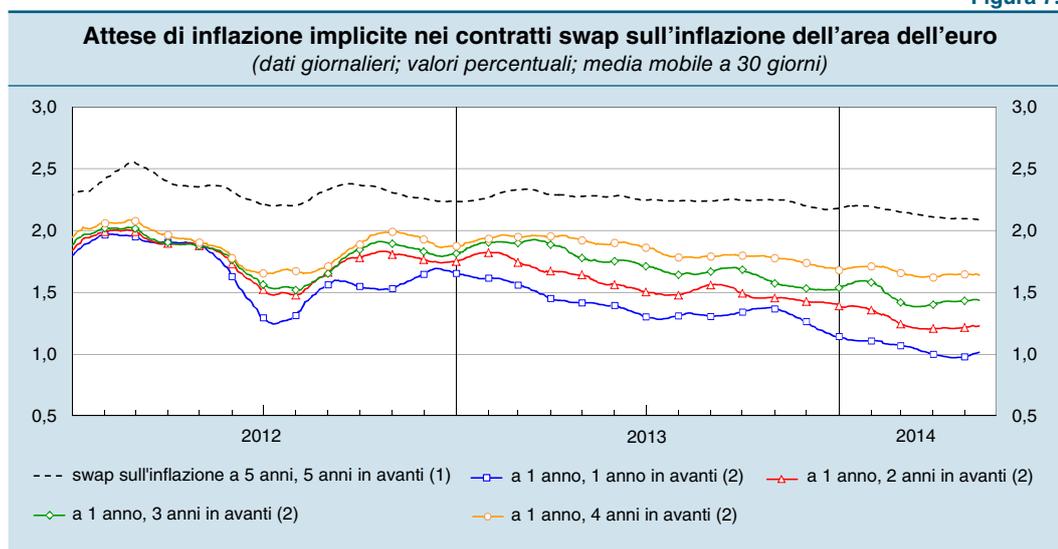
I rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni nella media dei principali paesi dell'area si sono complessivamente ridotti (2,0 per cento alla metà di maggio di quest'anno, dal 2,7 per cento all'inizio del 2013; fig. 7.3). Vi ha contribuito un calo molto significativo della componente di rischio sovrano nei paesi maggiormente colpiti dalle tensioni finanziarie, a seguito del progressivo dispiegarsi degli effetti degli annunci della BCE riguardo alle operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMT), del rafforzamento della governance europea e dell'azione dei governi nazionali. Tra la fine del 2012 e la metà di maggio di quest'anno i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e spagnoli a dieci anni e i corrispondenti Bund tedeschi sono diminuiti, rispettivamente, di 140 e 220 punti base, a poco meno di 1,8 punti percentuali in entrambi i casi (per l'Italia, cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari e le loro infrastrutture*).

Dall'inizio del 2013 le aspettative di inflazione sugli orizzonti fino a tre anni si sono ridotte in modo marcato (fig. 7.4; cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). Alla metà di maggio dell'anno in corso quelle a un anno implicite nei tassi swap indicizzati all'inflazione dell'area, che includono anche un premio per il rischio, erano pari all'1,0 per cento sull'orizzonte a un anno e all'1,4 per cento su quello a tre anni (1,7 e 1,8 per cento alla fine del 2012, rispettivamente). Secondo gli analisti intervistati nella *Survey of Professional Forecasters* condotta dalla BCE lo scorso aprile, vi è una probabilità del 30 per cento che nel 2015 il tasso di inflazione sia pari o inferiore allo 0,9 per cento (10 per cento nel sondaggio di gennaio del 2013).

*Nel 2013 e nei primi mesi del 2014 gli andamenti dell'inflazione hanno sorpreso gli analisti, risultando spesso inferiori alle loro previsioni. Nostre analisi econometriche indicano che le sorprese negative sulla crescita dei prezzi hanno avuto un ruolo non trascurabile nella revisione al ribasso delle aspettative di inflazione a medio termine; questa evidenza è coerente con modelli di apprendimento secondo i quali la componente inattesa della dinamica dei prezzi influenza il meccanismo di formazione delle aspettative degli agenti, in misura tanto più incisiva quanto più a lungo la dinamica effettiva dei prezzi si discosta da quella prevista. Le nostre stime, basate su tali modelli, segnalano che*

ripetuti errori nella previsione dell'andamento dei prezzi potrebbero comportare ulteriori significative revisioni al ribasso delle attese di inflazione a medio termine, aumentando la probabilità di un loro prolungato disallineamento dal livello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

Figura 7.4



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

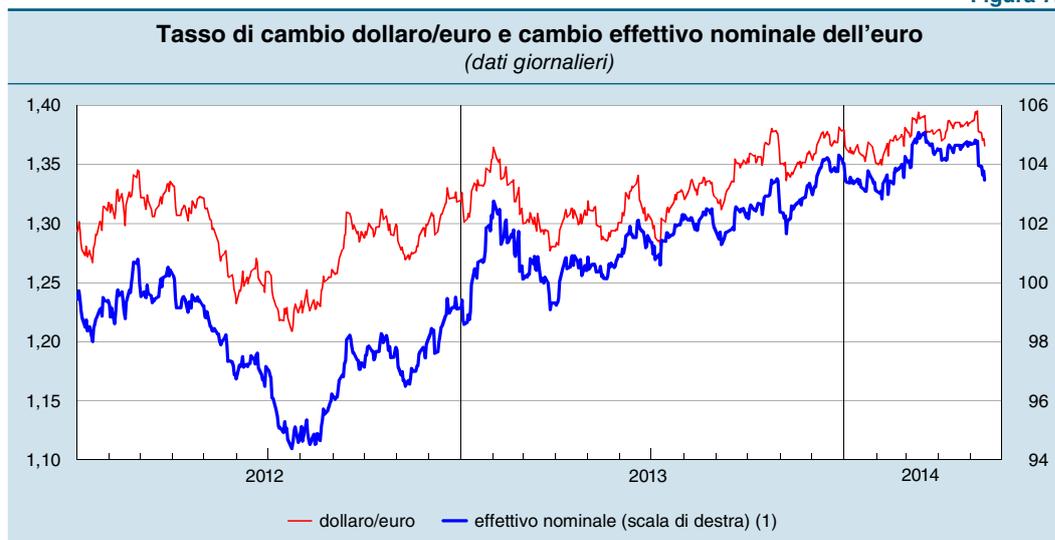
(1) Tasso fisso a 5 anni, su un orizzonte di 5 anni, implicito nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro. – (2) Tasso fisso a 1 anno, su orizzonti da 1 a 4 anni, impliciti nei contratti swap sull'inflazione dell'area dell'euro.

Anche le attese di inflazione a più lungo termine implicite nei tassi swap indicizzati ai prezzi dell'area si sono ridotte; alla metà di maggio di quest'anno quelle a un anno sull'orizzonte a quattro anni erano di poco superiori all'1,6 per cento (1,9 all'inizio del 2013). Andamenti simili emergono anche dai sondaggi effettuati da Consensus Economics e dalla *Survey of Professional Forecasters* che, lo scorso aprile, segnalava attese di inflazione per il 2018 pari all'1,8 per cento (2,0 a luglio del 2013).

*Il cambio dell'euro.* – Nel 2013 è proseguito l'apprezzamento dell'euro, che si era avviato successivamente all'annuncio delle OMT nell'estate dell'anno precedente (fig. 7.5). Tale tendenza è stata determinata dal maggiore interesse degli investitori per le attività finanziarie denominate in euro – a seguito della percezione di un minor rischio sovrano nei paesi dell'area e di una maggiore vulnerabilità di alcune economie emergenti – e dall'ulteriore allentamento delle condizioni monetarie in Giappone (cfr. i capitoli 1 e 5: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree e Gli andamenti macroeconomici*). Tra l'inizio del 2013 e la metà di maggio di quest'anno l'euro si è apprezzato del 3 per cento nei confronti del dollaro e del 4 per cento in termini effettivi nominali. A tale andamento ha fortemente contribuito il rafforzamento nei confronti dello yen (21 per cento dall'inizio del 2013).

*Nostre analisi econometriche indicano che l'apprezzamento della valuta comune osservato dall'estate del 2012 ha in gran parte rispecchiato gli afflussi di capitali per investimenti di portafoglio verso l'area, a seguito della diminuzione del rischio sovrano nei paesi più colpiti dalle tensioni finanziarie. Questo fattore contribuisce a spiegare circa l'80 per cento del rafforzamento del cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense; il differenziale tra il rendimento delle attività a breve denominate in euro e quelle in dollari ha esercitato un effetto più contenuto sul cambio a seguito del perdurare di condizioni monetarie molto accomodanti nelle due aree.*

Figura 7.5



Fonte: BCE.

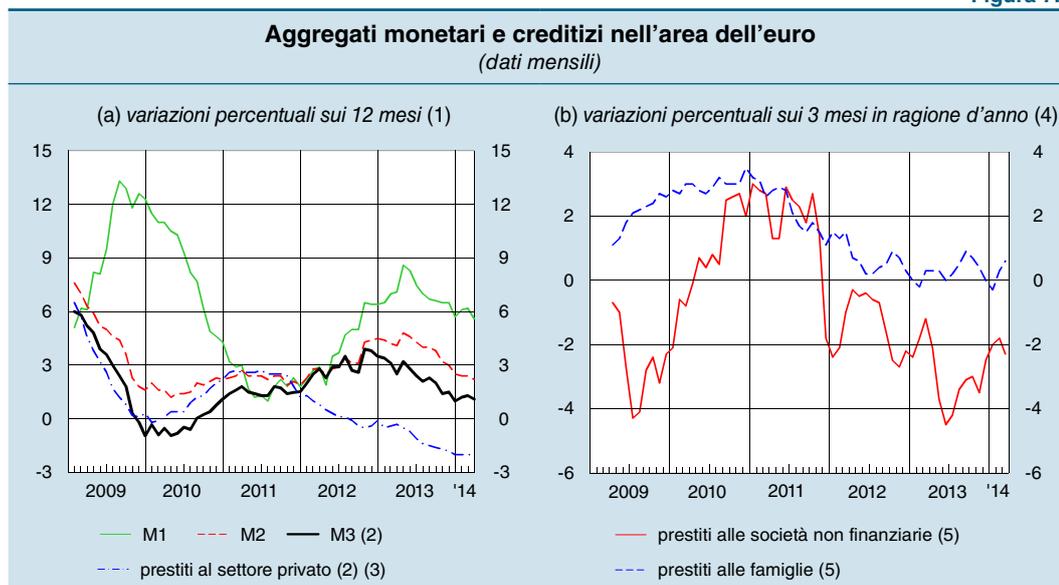
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un apprezzamento.

### *La moneta e il credito*

*La moneta.* – Nel 2013 l'aggregato monetario M3 ha rallentato, risentendo della dinamica molto contenuta del reddito nominale e della ricomposizione dei portafogli verso strumenti finanziari più redditizi. L'impatto di questi fattori sugli andamenti della moneta è stato solo in parte contrastato da una maggiore preferenza per le attività più liquide incluse in M1 e dall'effetto sull'aggregato degli afflussi di capitale dall'estero verso le attività finanziarie dell'area. La crescita di M3 si è collocata all'1,0 per cento a dicembre del 2013 (3,5 alla fine del 2012; fig. 7.6) e si è mantenuta su livelli simili anche nei primi mesi del 2014 (1,1 per cento in marzo).

*Il credito.* – La crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari al settore privato è progressivamente diminuita nel corso del 2013, portandosi al -2,0 per cento a dicembre (-0,1 alla fine del 2012) e stabilizzandosi su tale valore nei primi tre mesi del 2014. Tale andamento è ascrivibile alla marcata contrazione del credito alle società non finanziarie (-2,8 per cento in dicembre, da -1,3 alla fine del 2012) e, in minor misura, al graduale rallentamento di quello erogato alle famiglie (0,3 per cento in dicembre, da 0,7 alla fine del 2012). In termini congiunturali, il tasso di variazione sui tre mesi dei prestiti alle imprese è fortemente diminuito nella prima parte del 2013 (-4,5 per cento in giugno, al netto della stagionalità e in ragione d'anno, da -2,2 alla fine del 2012; fig. 7.6) e si è successivamente riportato su valori prossimi a quelli di inizio anno. La crescita sui tre mesi del credito alle famiglie si è mantenuta su livelli prossimi allo zero.

Nel 2013 il costo medio dei nuovi prestiti alle imprese e quello dei nuovi mutui alle famiglie sono rimasti pressoché stabili, attestandosi rispettivamente al 2,7 e al 3,1 per cento in dicembre e mantenendosi su livelli simili anche nei primi tre mesi del 2014.



Fonte: BCE.

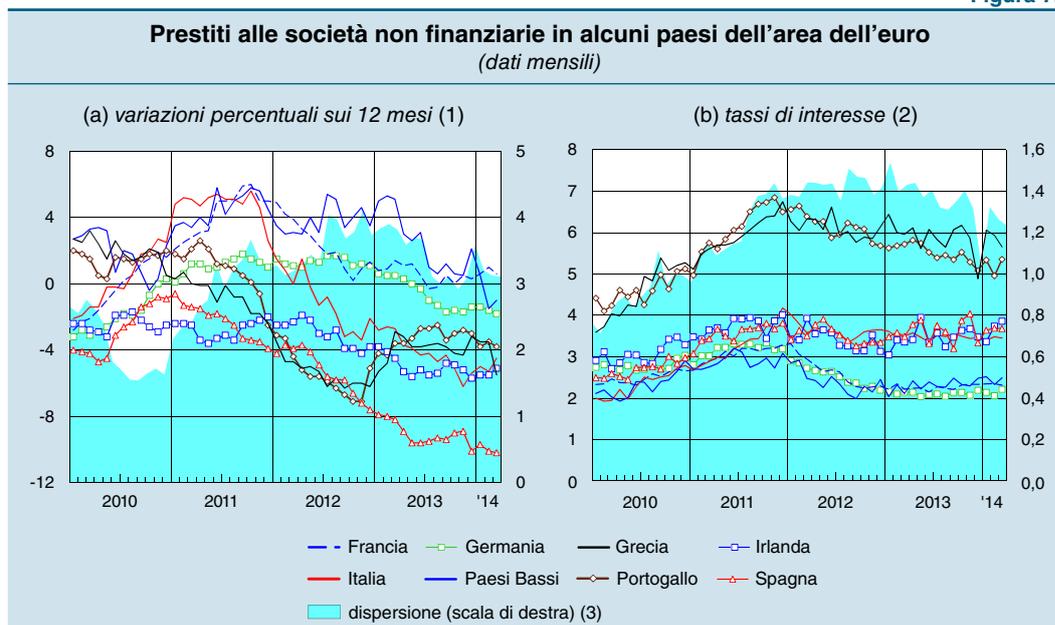
(1) Variazioni calcolate sulla base di dati di fine mese, corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) A partire da giugno del 2010 i dati sono basati sulle definizioni di M3 e dei prestiti al settore privato adottate dalla BCE nel settembre 2012, in base alle quali vengono esclusi da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

Il grado di eterogeneità tra paesi degli andamenti e del costo del credito al settore privato non finanziario si è lievemente ridotto nel 2013, ma si mantiene elevato a seguito delle diverse condizioni finanziarie e posizioni cicliche delle economie dell'area. La crescita del credito concesso alle società non finanziarie è stata fortemente negativa in tutti i paesi che sono stati colpiti dalle tensioni e si è ridotta anche in quelli più solidi (fig. 7.7). Anche i tassi di interesse sui nuovi prestiti alle imprese continuano a essere molto disomogenei tra paesi.

Secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Bank Lending Survey*), la dinamica dei prestiti nel corso del 2013 ha riflesso sia la debolezza della domanda sia condizioni di offerta ancora restrittive, in particolare per le società non finanziarie. La domanda di credito da parte delle imprese si è ridotta per la scarsa propensione a investire e, in minor misura, per il più frequente ricorso a fonti alternative di finanziamento; quella di mutui da parte delle famiglie è stata frenata prevalentemente dalla fragilità della fiducia dei consumatori e dalla prolungata caduta dei loro redditi reali. Al contempo, a fronte di un miglioramento delle condizioni di raccolta delle banche, il rischio di credito connesso con le deboli prospettive di crescita è stato il principale fattore di irrigidimento delle condizioni di offerta di prestiti sia alle imprese sia alle famiglie.

Il contributo di questi fattori all'indebolimento della domanda e al peggioramento delle condizioni di offerta dei prestiti si è andato attenuando nel corso dell'anno in tutte le principali economie dell'area. Le condizioni di accesso al credito rimangono tuttavia molto eterogenee tra paesi; i risultati dell'indagine semestrale *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area* condotta dalla BCE segnalano inoltre che l'accesso al credito bancario per le piccole e medie imprese continua a essere più difficoltoso rispetto a quello delle imprese di dimensioni maggiori.

Figura 7.7

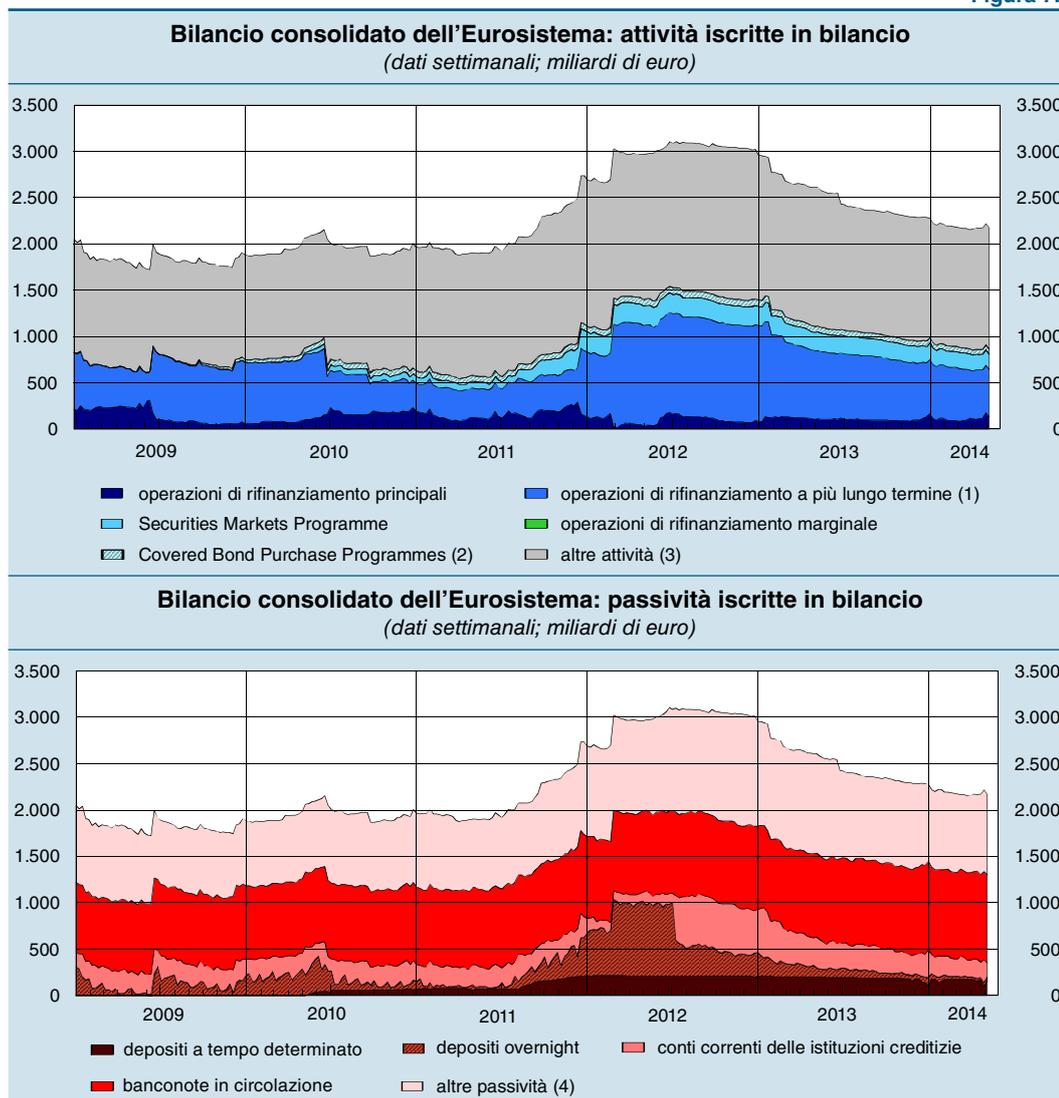


### Le operazioni di politica monetaria

Nel 2013 e nei primi mesi del 2014 le condizioni del mercato monetario sono rimaste distese per effetto dell'abbondante eccesso di liquidità presente nel sistema bancario, nonché degli annunci da parte della BCE che la modalità di piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema rimarrà in vigore fino a quando ritenuto necessario.

Dalla fine di gennaio del 2013 le banche hanno avuto la possibilità di avvalersi, a cadenza settimanale, dell'opzione di rimborso anticipato dei fondi ottenuti nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre anni regolata a dicembre del 2011; nel mese successivo tale possibilità è stata estesa anche alla ORLT a tre anni regolata all'inizio di marzo del 2012 (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2011). Gli importi rimborsati sono stati cospicui nelle operazioni di fine gennaio e fine febbraio; più contenuti in quelle successive (fig. 7.8). La restituzione di fondi ha riguardato anche le banche dei paesi più colpiti dalle tensioni, a seguito sia del miglioramento delle condizioni di provvista, sia della riduzione della frammentazione dei mercati lungo i confini nazionali; entrambi i fattori hanno determinato una maggiore circolazione della liquidità all'interno dell'area e un marcato miglioramento degli squilibri nei saldi sul sistema dei pagamenti TARGET2 (cfr. il capitolo 5: *Gli andamenti macroeconomici*). Alla metà di maggio di quest'anno il settore bancario dell'area aveva restituito circa la metà dei 1.000 miliardi erogati nelle due ORLT a tre anni; poco più di 80 miliardi sono riconducibili alle controparti della Banca d'Italia (su circa 250 erogati).

Figura 7.8



Fonte: BCE.

(1) Include le operazioni con scadenza speciale pari al periodo di mantenimento e le ORLT con scadenza pari a 3, 6, 12 e 36 mesi. – (2) Include il programma avviato a luglio 2009 (CBPP) e quello avviato a novembre 2011 (CBPP2). – (3) Include oro, attività in valuta estera e altre voci di entità minore. – (4) Include conti di rivalutazione, passività in valuta estera, capitale, riserve e altre voci di entità minore.

La restituzione dei fondi ha determinato un progressivo riassorbimento della liquidità in eccesso, che dall'ultimo trimestre del 2013 si è tradotto in un lieve aumento dei tassi a breve termine del mercato monetario. Nei primi mesi del 2014 il tasso Eonia si è attestato, in media, allo 0,20 per cento, circa dieci punti base al di sopra dei valori medi registrati nell'anno precedente (tav. 7.1); la sua volatilità è aumentata, soprattutto in occasione delle scadenze tecniche di fine trimestre.

Per garantire il mantenimento di condizioni di liquidità distese anche in futuro e per evitare che la scadenza delle ORLT a tre anni possa creare turbolenze sul mercato monetario, nella riunione di novembre del 2013 il Consiglio direttivo ha deciso che l'Eurosistema continuerà a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con pieno accoglimento della domanda fino a quando ritenuto necessario e, in ogni caso, almeno fino all'inizio di luglio del 2015.

La BCE ha inoltre annunciato di essere pronta a intervenire in caso di nuove tensioni nel mercato monetario se queste dovessero trasmettersi ai tassi di interesse a più lungo termine, in particolare in una situazione di progressivo riassorbimento dell'eccesso di liquidità. Le misure che potrebbero essere adottate in tale situazione comprendono: (a) un ulteriore taglio dei tassi ufficiali, inclusa la riduzione di quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema a livelli negativi; (b) un'estensione oltre i termini attualmente previsti della modalità di piena aggiudicazione degli importi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento; (c) nuove iniezioni di liquidità, anche attraverso operazioni di rifinanziamento a lungo termine a tasso fisso.

Tavola 7.1

<b>Operazioni di politica monetaria e tassi di interesse del mercato monetario</b> (dati medi giornalieri per il periodo indicato)					
VOCI	14 dic. 2011 12 giu. 2012	13 giu. 2012 11 dic. 2012	12 dic. 2012 11 giu. 2013	12 giu. 2013 10 dic. 2013	11 dic. 2013 13 mag. 2014
<b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>					
Volumi (1)					
Area dell'euro	91,9	118,0	111,4	97,9	112,9
Italia	23,2	6,6	6,6	3,0	8,8
Quota Italia (2)	25,3	5,6	5,9	3,1	7,8
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	111	89	73	72	133
Italia	25	17	15	17	27
<b>Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine</b>					
Volumi (3)					
Area dell'euro	904,0	1.065,3	852,7	675,0	558,8
Italia	214,7	270,6	263,5	236,3	207,6
Quota Italia (2)	23,7	25,4	30,9	35,0	37,2
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	126	35	31	34	54
Italia	22	16	17	19	27
<b>Operazioni su iniziativa delle controparti (4)</b>					
Rifinanziamento marginale					
Area dell'euro	2,8	1,2	1,2	0,4	0,3
Italia	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Depositi overnight presso l'Eurosistema					
Area dell'euro	633,1	366,4	152,2	68,6	38,7
Italia	14,0	3,0	2,2	0,5	0,3
<b>Riserve in eccesso (5)</b>					
Area dell'euro	4,72	355,69	282,96	156,39	107,82
Italia	0,15	16,05	17,63	8,98	6,72
<b>Tassi di interesse del mercato monetario</b>					
Eonia	0,37	0,13	0,07	0,09	0,20
Differenziale Eonia-tasso deposit facility (6)	12,1	9,4	7,3	9,2	20,0
Volatilità del differenziale Eonia-tasso deposit facility (7)	5,8	1,6	1,1	2,9	8,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) mediante operazioni di rifinanziamento principali; miliardi di euro. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine a 3, 6, 12 e 36 mesi e con scadenza pari alla durata del periodo di mantenimento; miliardi di euro. – (4) Miliardi di euro. – (5) Calcolate come differenza tra i fondi detenuti dalle controparti sui conti correnti presso le banche centrali nazionali e l'obbligo di riserva; miliardi di euro. – (6) Differenziale fra il tasso Eonia e quello sulle operazioni di deposito overnight presso l'Eurosistema; punti base. – (7) Deviazione standard del differenziale fra il tasso Eonia e quello sulle operazioni di deposito overnight presso l'Eurosistema; punti base.



# **L'ECONOMIA ITALIANA**



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

La contrazione del PIL dell'Italia, iniziata nell'estate del 2011, si è gradualmente attenuata nel corso del 2013. Nel trimestre finale l'attività economica ha registrato la prima, pur modesta, variazione positiva; tuttavia, sulla base delle stime preliminari dell'Istat rilasciate lo scorso 15 maggio, nei primi tre mesi di quest'anno il PIL è lievemente sceso (-0,1 per cento). Nel complesso del 2013 il prodotto è diminuito dell'1,9 per cento.

Il riavvio dell'attività manifatturiera è in atto dalla scorsa estate, ma resta fragile e procede molto lentamente. Secondo le imprese partecipanti alla nostra indagine, nel 2014 gli investimenti si stabilizzerebbero nell'industria.

La recessione dell'ultimo biennio, che si è manifestata poco dopo quella ancora più marcata del 2008-09, è stata intensa e prolungata. La lunga fase di diminuzione del reddito disponibile ha influenzato le valutazioni dei consumatori circa le proprie capacità di generare reddito in futuro, ripercuotendosi sui piani di spesa. Le imprese hanno ridimensionato la capacità produttiva, soprattutto nell'industria. La rapidità della ripresa e il potenziale di crescita dell'Italia negli anni a venire dipenderanno dall'evoluzione dei comportamenti delle famiglie e delle imprese nel medio termine, cui potrà contribuire l'agenda di riforme strutturali avviate e programmate negli anni recenti, se la loro realizzazione proseguirà con continuità e coerenza.

Sulla dinamica dell'attività economica in Italia nel 2013 ha pesato soprattutto la contrazione della domanda nazionale. La flessione dei consumi è stata superiore a quella, pur significativa, del reddito disponibile, risentendo anche delle persistenti difficoltà del mercato del lavoro. Gli investimenti sono stati frenati dalla diffusa incertezza sulle prospettive dell'attività, dal basso grado di utilizzo della capacità produttiva e da condizioni di finanziamento che rimangono tese, anche se in graduale miglioramento. Le vendite all'estero sono invece lievemente aumentate; il saldo delle partite correnti è tornato in avanzo per la prima volta dal 2001.

Nella media del 2013 l'inflazione al consumo armonizzata è scesa di due punti percentuali, all'1,3 per cento. La dinamica dei prezzi è diminuita costantemente nel corso dell'anno; la tendenza è proseguita nei primi tre mesi del 2014, quando l'inflazione ha raggiunto livelli storicamente bassi. Vi ha contribuito, insieme alla flessione dei prezzi dei prodotti energetici, la continua diminuzione delle componenti di fondo, sulle quali ha inciso la debole domanda interna. L'intensità e la rapidità della discesa dell'inflazione hanno indotto gli analisti a rivedere ripetutamente al ribasso le proprie previsioni, in particolare per gli orizzonti più vicini. Sia nelle attese degli operatori professionali sia in quelle delle imprese la dinamica dei prezzi rimarrebbe su livelli bassi nel prossimo biennio.

## *Le determinanti della recessione*

L'impatto della crisi del debito sovrano sull'economia italiana nel 2013 può essere valutato confrontando gli andamenti effettivamente osservati con quelli che si sarebbero registrati in un ipotetico scenario alternativo, costruito utilizzando il modello econometrico della Banca d'Italia a partire da ipotesi coerenti con le previsioni formulate dalle principali organizzazioni internazionali nella primavera del 2011, prima dell'inasprirsi delle tensioni.

Secondo questo esercizio, in assenza della crisi del debito sovrano, nel 2013 la crescita del PIL dell'Italia sarebbe stata di poco superiore all'1 per cento, più elevata di oltre tre punti percentuali rispetto a quanto effettivamente osservato. L'impatto della crisi sulla domanda dei nostri principali partner commerciali, in particolare nell'area dell'euro, avrebbe sottratto quasi un punto percentuale alla dinamica del PIL nel 2013; di entità analoga sarebbero stati gli effetti delle manovre di correzione dei conti pubblici adottate nel biennio 2012-13, che si sono trasmesse gradualmente alla spesa delle famiglie.

Il deterioramento delle condizioni di credito per famiglie e imprese, ancorché in attenuazione nel corso dell'anno, avrebbe determinato un effetto negativo sulla dinamica dell'attività nel 2013 pari a circa mezzo punto percentuale; la parte rimanente è riconducibile all'incertezza sulle prospettive economiche e occupazionali, che avrebbe inciso negativamente sui piani di consumo e di investimento. Rispetto alle valutazioni per il 2012 presentate nella Relazione dello scorso anno, nel 2013 il contributo negativo della domanda estera sarebbe divenuto più marcato, quello legato all'andamento delle condizioni di credito si sarebbe attenuato.

In prospettiva l'accelerazione della domanda estera e il ridursi delle necessità di ulteriori correzioni dei conti pubblici dovrebbero consentire un moderato recupero dell'attività nel corso di quest'anno. Vi potrebbero concorrere una progressiva distensione delle condizioni di liquidità delle imprese e una minore incertezza sulle aspettative di domanda e occupazione.

## *I consumi delle famiglie*

Nel 2013 la spesa delle famiglie a prezzi costanti è scesa in misura superiore a quanto osservato per il reddito disponibile in termini reali (-2,6 e -1,1 per cento, rispettivamente; tavv. 8.1 e 8.3). La flessione dei consumi si è progressivamente attenuata nel corso dell'anno, fino ad arrestarsi nell'ultimo trimestre, in concomitanza con il deciso miglioramento del clima di fiducia e la stabilizzazione del reddito disponibile (fig. 8.1). La spesa delle famiglie è tuttavia ancora inferiore di circa l'8 per cento a quella osservata prima dell'avvio della crisi finanziaria globale.

Tavola 8.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi in Italia							
VOCI	Peso in % del PIL nel 2013 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2012			2013		
		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	–	-2,4	1,6	–	-1,9	1,4	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	28,9	-7,0	3,0	2,1	-2,8	-1,9	0,8
di cui: <i>beni</i>	23,5	-7,6	2,7	1,9	-3,3	-2,3	0,8
<b>Impieghi</b>							
Domanda nazionale	98,1	-5,0	1,9	-5,1	-2,7	0,9	-2,7
Spesa delle famiglie residenti	60,0	-4,0	2,7	-2,4	-2,6	1,3	-1,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	20,6	-2,6	0,1	-0,5	-0,8	..	-0,2
Investimenti fissi lordi	17,4	-8,0	1,6	-1,5	-4,7	0,3	-0,8
<i>macchine, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	7,3	-11,1	0,8	-0,9	-2,5	-0,5	-0,2
<i>beni immateriali</i>	1,0	-2,7	1,7	..	-1,4	1,7	..
<i>costruzioni</i>	9,1	-6,1	2,3	-0,6	-6,7	0,9	-0,6
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	–	–	–	-0,6	–	–	-0,1
Esportazioni di beni fob e servizi (3)	30,9	2,1	1,8	0,6	0,1	..	..
di cui: <i>beni</i>	25,4	2,1	1,7	0,5	0,2	-0,3	0,1
Domanda estera netta	–	–	–	2,7	–	–	0,8

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

(1) Includono la spesa all'estero dei residenti. – (2) Include le discrepanze statistiche. – (3) Includono la spesa in Italia dei non residenti.

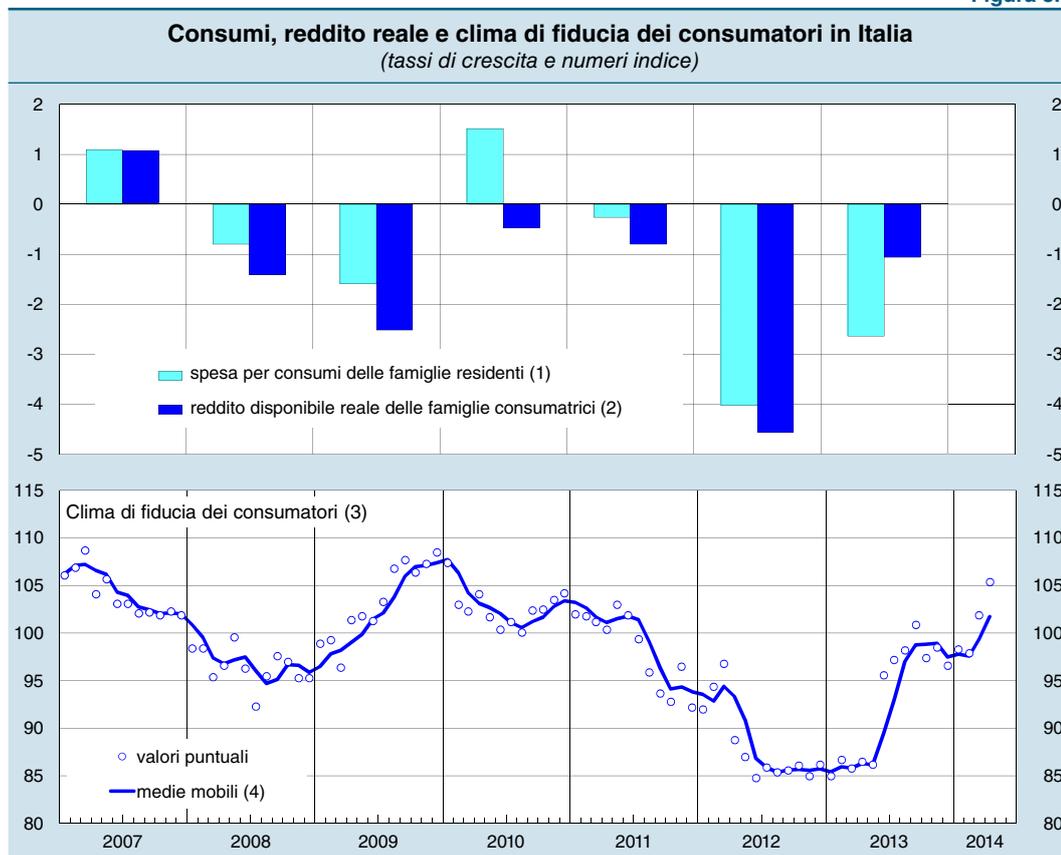
La diminuzione dei consumi nel 2013 ha interessato tutte le principali componenti, risultando più accentuata per gli acquisti di beni durevoli e semidurevoli (-5,2 per cento per entrambi; tav. 8.2). I consumi di beni non durevoli, di cui quasi la metà è rappresentata da articoli alimentari, sono scesi del 3,4 per cento; la contrazione della spesa in servizi è stata più contenuta (-1,2).

*Sulla base dei dati dell'indagine dei consumi svolta dall'Istat, tra il 2008 e il 2012 le famiglie italiane hanno operato una ricomposizione nei propri acquisti, riducendo soprattutto quelli considerati comprimibili (vestiario e calzature, mobili, elettrodomestici e beni e servizi per la manutenzione della casa, trasporti). Ne è disceso un ridimensionamento dell'incidenza di queste voci sul totale della spesa, che si è accompagnato a un aumento di quella in affitti e servizi per la casa; la quota dei consumi alimentari è invece rimasta pressoché invariata.*

*Gli andamenti sono stati diversi per classi di consumo equivalente e di età. Le famiglie che appartengono al 10 per cento con spesa più bassa e quelle con persona di riferimento di età inferiore ai 44 anni hanno allocato una quota crescente della loro spesa all'abitazione e ai beni alimentari; le prime hanno nel contempo diminuito quella destinata ai servizi per il tempo libero, come alberghi e ristoranti, che è invece lievemente aumentata per le famiglie delle classi di consumo più alte.*

Anche le abitudini di spesa sono cambiate. In base ai dati dell'Indagine intermedia sulle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia nel 2013, negli ultimi tre anni è aumentata la frequenza di acquisto di beni alimentari presso i discount; il ricorso ai canali distributivi tradizionali per la spesa di abbigliamento e calzature si è progressivamente ridotto. Circa un quarto delle famiglie, e in particolare quelle con persona di riferimento in età compresa tra i 45 e i 64 anni, ha dichiarato di aver acquistato beni alimentari di qualità inferiore rispetto al passato.

Figura 8.1



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

(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Deflazionato con il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 2005=100; dati destagionalizzati. Nel mese di giugno 2013 sono state introdotte innovazioni metodologiche riguardanti il campione e le tecniche di rilevazione che rendono i dati diffusi a partire da quella data non direttamente confrontabili con quelli dei mesi precedenti. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Una contrazione dei consumi superiore a quella del reddito disponibile delle famiglie non si era registrata nemmeno in occasione di recessioni particolarmente pronunciate, come quelle dei primi anni novanta e del 2008-09. Nel periodo compreso tra il terzo trimestre del 2011 e il terzo del 2013, il calo medio del reddito disponibile, valutato in ragione d'anno, è stato pari al 2,7 per cento; la diminuzione dei consumi è risultata del 3,2. Nelle due recessioni precedenti il tenore di vita delle famiglie era stato invece parzialmente salvaguardato grazie a una compressione del saggio di risparmio; la riduzione media dei consumi era stata rispettivamente del 2,1 e dello 0,9 per cento, la flessione del reddito disponibile pari al 2,7 e al 2,0 per cento.

Secondo l'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia sul 2012, una quota di famiglie pari al 17,5 per cento riteneva che il suo reddito fosse basso rispetto ai livelli percepiti come normali. Tenendo conto delle opinioni circa la probabilità che le perdite di reddito subite durante la crisi non siano recuperate nel quinquennio successivo, si stima che, nelle percezioni delle famiglie italiane, il reddito medio si sia permanentemente ridotto del 3 per cento in termini nominali.

Tavola 8.2

<b>Spesa delle famiglie italiane</b> (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)					
VOCI	Peso % nel 2013 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2010	2011	2012	2013
Beni non durevoli	30,4	1,1	-1,3	-4,2	-3,4
di cui: <i>alimentari e bevande non alcoliche</i>	14,3	0,5	-1,2	-2,8	-3,1
Beni semidurevoli	9,8	5,1	0,5	-9,0	-5,2
di cui: <i>vestiario e calzature</i>	6,8	3,5	0,8	-9,8	-5,2
Beni durevoli	7,0	-0,3	-4,1	-12,0	-5,2
Servizi	52,9	1,4	1,1	-1,3	-1,2
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	10,1	1,0	0,9	-1,7	-2,1
<i>istruzione</i>	1,0	0,1	-0,2	-2,7	-2,3
<b>Totale spesa interna</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,5</b>
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	-3,3	-2,4	-6,1	0,5
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	-0,2	2,7	0,8	1,9
<b>Totale spesa nazionale</b>	<b>-</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,6</b>
<i>Per memoria:</i>					
Deflatore della spesa nazionale	-	1,5	2,8	2,7	1,3

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 2013, rispettivamente, all'1,7 e al 3,5 per cento in rapporto al valore complessivo della spesa delle famiglie italiane.

Il reddito disponibile delle famiglie consumatrici è lievemente aumentato (0,3 per cento in termini nominali, da -2,0 nel 2012; tav. 8.3), nonostante la diminuzione dei redditi da lavoro, che ha riflesso quella dell'occupazione, e il calo dei redditi netti da proprietà, dovuto a minori interessi, dividendi e altri utili distribuiti. Il reddito disponibile è stato sostenuto dall'azione delle Amministrazioni pubbliche, che aveva invece largamente concorso alla sua contrazione nel 2012: sono scese le imposte correnti sul reddito e sul patrimonio, al tempo stesso hanno accelerato i trasferimenti e le prestazioni sociali (al 3,1 dal 2,2 per cento).

La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici è salita di 1,4 punti percentuali, al 9,5 per cento (tav. 8.3), tornando sui livelli precedenti la crisi del debito sovrano. All'aumento avrebbe contribuito, oltre all'adeguamento dei consumi alle ridotte prospettive reddituali, anche il tentativo di ricostituire il livello di ricchezza desiderato, compensando l'erosione subita nel corso della crisi. Sulla base di stime preliminari, nel 2013 il valore della ricchezza netta delle famiglie consumatrici sarebbe diminuito, risentendo della nuova flessione della componente immobiliare, solo in parte compensata da un incremento di quella finanziaria.

Nel 2013 la formazione di risparmio nel complesso dell'economia italiana ha continuato a crescere. Il risparmio nazionale lordo è salito al 18,4 per cento del reddito disponibile, riportandosi intorno alla media del primo decennio degli anni duemila (tav. 8.4). L'aumento del risparmio nel settore privato è stato in parte compensato dalla nuova riduzione di quello delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). Il saldo delle operazioni correnti con l'estero ha registrato un avanzo per la prima volta dall'inizio dello scorso decennio (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

<b>Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia</b> (a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)				
VOCI	Peso in % del reddito lordo dispo- nibile delle famiglie nel 2013	2011	2012	2013
<b>Variazioni percentuali</b>				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	43,6	1,8	0,2	-0,5
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	–	1,3	1,2	1,4
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	0,1	0,1	0,1
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	–	0,5	-1,2	-1,9
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	17,7	0,3	-8,5	-1,3
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	–	0,8	-6,2	0,7
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	–	0,2	-1,6	-0,1
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	–	-0,7	-0,9	-2,0
Redditi netti da proprietà (3)	24,6	3,1	-0,6	-1,8
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	33,1	1,4	2,2	3,1
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	–	2,3	1,9	2,5
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	18,9	0,1	5,1	-0,8
<b>Reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici</b>	<b>100,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>0,3</b>
in termini reali (4)	–	-0,8	-4,6	-1,1
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-1,9	-4,2	0,1
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-2,1	-3,7	0,6
<b>Reddito lordo disponibile del settore privato</b>	<b>–</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,3</b>
in termini reali (4)	–	-0,4	-4,1	-1,0
in termini reali, corretto per l'inflazione attesa (4) (5)	–	-1,9	-3,7	0,4
in termini reali, corretto per l'inflazione passata (4) (6)	–	-2,1	-3,0	1,1
<b>Rapporti percentuali</b>				
<b>Propensione media al risparmio delle famiglie consumatrici (7)</b>	<b>–</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,5</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	5,5	5,4	7,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	5,4	5,7	8,8
<b>Propensione media al risparmio del settore privato (7)</b>	<b>–</b>	<b>22,8</b>	<b>22,7</b>	<b>23,9</b>
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	–	23,7	23,5	24,5
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	–	23,8	23,4	24,2
Fonte: elaborazioni e stime su dati Banca d'Italia e Istat.				
(1) Contributo in punti percentuali degli oneri sociali alla variazione dei redditi netti; valori negativi corrispondono ad aumenti dell'incidenza degli oneri. – (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. – (3) Risultato lordo di gestione (prevalentemente redditi da locazione), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. – (4) Deflazionato con il deflatore dei consumi delle famiglie residenti. – (5) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine condotta da Consensus Economics). – (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate ex post. – (7) Rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile del settore.				

Tavola 8.4

<b>Risparmio e investimenti lordi in Italia</b> (quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)							
VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 2001-2010	2010	2011	2012	2013
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	..	-1,5	-1,4	-0,3	-0,9
Risparmio del settore privato	28,8	24,6	19,9	18,3	18,4	18,1	19,3
di cui: famiglie consumatrici	20,0	13,0	8,1	6,1	5,8	5,4	6,4
Risparmio nazionale lordo	22,3	21,3	19,9	16,8	17,0	17,8	18,4
Investimenti lordi	23,2	20,5	21,2	20,4	20,1	18,3	17,5
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	-1,2	-3,6	-3,1	-0,4	0,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

### Gli investimenti

Nel 2013 gli investimenti fissi lordi si sono contratti del 4,7 per cento, cumulando una flessione di quasi il 15 per cento nel complesso dell'ultimo triennio (tav. 8.5). Lo scorso anno è proseguita con intensità immutata la diminuzione dell'accumulazione nelle costruzioni (-6,7 per cento), mentre si è fortemente attenuata per la componente dei macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto (-2,4), che è tornata ad aumentare nel secondo semestre.

Tavola 8.5

<b>Investimenti fissi in Italia</b> (quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)						
VOCI	Composizione % nel 2013 (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2011	2012	2013	2000	2013
Costruzioni	52,4	-3,7	-6,1	-6,7	9,5	9,1
abitazioni	24,3	-7,0	-6,9	-6,2	4,2	4,2
altre costruzioni	23,4	-0,6	-5,6	-7,8	4,5	4,1
costi per trasferimento di proprietà	4,7	-1,3	-4,1	-4,5	0,8	0,8
Macchine e attrezzature	32,1	-0,5	-10,5	-6,3	7,4	5,6
Mezzi di trasporto	9,6	-1,5	-12,7	12,9	2,2	1,7
Beni immateriali	5,9	0,7	-2,7	-1,4	1,2	1,0
<b>Totale investimenti fissi lordi</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>20,3</b>	<b>17,4</b>
Totale escluse le abitazioni	–	-0,6	-8,3	-4,2	16,1	13,2
Totale escluse le costruzioni	–	-0,5	-10,0	-2,4	10,7	8,3

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.

Dal 2007 gli investimenti totali sono diminuiti di poco meno del 27 per cento, contro un calo del 16 nella recessione dei primi anni novanta; la propensione a investire si è complessivamente ridotta di quattro punti percentuali, scendendo al 17,4 per cento del PIL. Hanno pesato l'incertezza sulle prospettive dell'attività economica, le difficoltà nell'accesso al credito e, nell'industria in senso stretto, dove l'impiego di capitale è più intenso, l'ampliamento dei margini di capacità produttiva inutilizzata.

*Secondo le nostre analisi e l'indagine sulle imprese industriali e dei servizi della Banca d'Italia (Invind), la contrazione degli investimenti nell'ultimo biennio e la revisione verso il basso dei piani di accumulazione sono attribuibili in misura significativa alla difficoltà di reperire finanziamenti, agli effetti dell'incertezza e al forte calo della domanda. Sulla base del modello econometrico dell'economia italiana, nel 2012 circa metà della flessione degli investimenti rispetto alla crescita di trend è dipesa dal maggiore costo del capitale e dalla flessione del fatturato (attraverso il meccanismo dell'acceleratore), l'altra metà è associata ai vincoli all'erogazione del credito e all'incertezza. Il contributo negativo della domanda sarebbe aumentato nel 2013.*

*Le due recessioni osservate a partire dal 2008 hanno inciso profondamente sulla capacità produttiva del settore manifatturiero italiano. Impiegando metodi di stima basati sulla funzione di produzione, sulle inchieste presso le imprese e sui filtri statistici, si valuta che il calo subito dalla capacità produttiva della manifattura negli ultimi cinque anni sia compreso tra l'11 e il 17 per cento. Fra i principali comparti di attività, perdite marcate si sarebbero registrate nella fabbricazione di articoli in gomma e plastica, nel settore del legno e della carta e in quello della metallurgia; la capacità produttiva sarebbe invece rimasta pressoché stabile nell'alimentare e sarebbe cresciuta nella farmaceutica. Nello stesso arco temporale la produzione manifatturiera è diminuita di circa il 24 per cento: i margini di capacità non utilizzata sono quindi ancora ampi.*

La riduzione degli investimenti nelle costruzioni è stata meno marcata nel comparto residenziale (-6,2 per cento) che in quello delle altre costruzioni (-7,8). È proseguito il calo del numero di compravendite di abitazioni (-9,2 per cento), pur con un'intensità decisamente inferiore rispetto al 2012; la domanda di abitazioni è stata frenata dalla perdita di reddito delle famiglie e dalle persistenti difficoltà di accesso al credito. I prezzi sono ancora diminuiti (-5,6 per cento; -6,9 al netto dell'inflazione al consumo).

*Secondo l'inchiesta trimestrale condotta in aprile dalla Banca d'Italia in collaborazione con Tecnoborsa e l'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate presso un campione di circa 1.400 agenti immobiliari, il saldo tra le attese di miglioramento e di peggioramento nel breve termine del mercato di riferimento è rimasto negativo, ma si è nettamente ridimensionato; quello relativo alle prospettive di medio periodo (due anni) per l'intero mercato nazionale, largamente positivo, è tornato sui livelli di inizio 2011.*

La consueta indagine svolta dalle Filiali della Banca d'Italia all'inizio di quest'anno su 4.216 imprese con almeno 20 addetti operanti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari ha confermato, a consuntivo, la flessione degli acquisti prefigurata dalle aziende nella primavera del 2013 (tav. 8.6), che è risultata pressoché in linea con le indicazioni della contabilità nazionale. Le imprese con almeno 500 addetti hanno tuttavia riportato di aver incrementato gli investimenti.

I piani di accumulazione per l'anno in corso prospettano una sostanziale stabilizzazione degli investimenti nell'industria in senso stretto a fronte di una nuova diminuzione nei servizi privati. Nella manifattura le imprese con almeno 50 addetti segnalano un lieve incremento della spesa, che invece continuerebbe a flettere per quelle di minore dimensione.

Tavola 8.6

Investimenti fissi lordi delle imprese secondo l'indagine della Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato (variazioni percentuali a prezzi 2013, salvo diversa indicazione) (1)									
VOCI	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	Alto	Basso	Alta	Bassa
<b>Industria in senso stretto</b>									
di cui: <i>manifattura</i>									
consuntivo per il 2013	-1,3	-11,0	-12,6	-13,7	19,2	-4,7	3,8	5,6	-8,4
tasso di realizzo (4)	105,3	103,8	95,7	97,0	116,0	100,5	111,0	114,2	96,9
programmi per il 2014	-0,5	-4,7	3,6	2,5	-1,6	0,9	-0,9	-4,2	4,1
Consuntivo per il 2013	-2,3	-11,3	-10,9	-9,6	9,3	-4,6	2,3	4,2	-8,4
Tasso di realizzo (4)	101,2	105,0	95,8	94,8	105,4	97,2	108,0	108,5	94,9
Programmi per il 2014	-0,8	-5,0	2,8	2,8	-2,2	-0,3	-0,9	-3,6	2,1
<b>Servizi (5)</b>									
Consuntivo per il 2013	-5,3	-6,2	-15,1	4,6	2,5	....	....	-5,7	-4,5
Tasso di realizzo (4)	97,4	102,2	102,1	102,4	91,6	....	....	96,0	100,4
Programmi per il 2014	-2,0	-7,6	-1,8	-6,1	2,3	....	....	-2,9	-0,5
<b>Totale</b>									
Consuntivo per il 2013	-3,8	-8,6	-13,0	-3,7	3,3	-4,6	2,3	-1,3	-6,7
Programmi per il 2014	-1,4	-6,6	0,7	-1,5	-0,1	-0,3	-0,9	-3,2	1,0

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Medie robuste, ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti. Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sopra (alto/alta) o al di sotto (basso/bassa) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi e con riferimento al 2013. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati (come riportati nell'indagine dello scorso anno) per il 2013. – (5) Servizi privati non finanziari.

Secondo la rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia nei primi mesi del 2014 su un campione di 556 imprese edili, lo scorso anno il volume di nuove opere pubbliche avrebbe continuato a contrarsi, di circa il 5 per cento rispetto al 2012. Secondo gli operatori si registrerebbe una diminuzione, sia pure contenuta (poco più del 2 per cento), anche nell'anno in corso.

### *Le esportazioni e le importazioni*

*Le esportazioni.* – Nel 2013 le esportazioni italiane di beni e servizi hanno ristagnato (0,1 per cento; cfr. tav. 8.1), risentendo del calo temporaneo dei mesi iniziali; nella seconda parte dell'anno sono aumentate dell'1,4 per cento sul periodo precedente.

Nella media dell'ultimo quadriennio le vendite all'estero di beni sono cresciute più della domanda potenziale, la cui espansione è però stata inferiore di circa un terzo a quella del commercio mondiale (tav. 8.7). Lo scorso anno la quota sul mercato mondiale, valutata a prezzi e cambi correnti, si è stabilizzata al 2,8 per cento (era pari al 3,6 nel 2007; cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero*).

Tavola 8.7

Esportazioni di beni in volume dell'Italia, domanda potenziale e commercio mondiale (variazioni percentuali sull'anno precedente)					
ANNI	Esportazioni di beni dell'Italia			Domanda potenziale (1)	Commercio mondiale
	di cui:				
		<i>intra area dell'euro</i>	<i>extra area dell'euro</i>		
2010	12,4	11,2	13,3	10,8	14,0
2011	6,9	4,0	9,2	5,0	6,9
2012	2,1	-2,5	5,4	1,3	2,3
2013	0,2	-1,6	1,5	1,9	2,7
Complesso del quadriennio	22,9	10,9	32,4	20,1	28,0

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

Sulla dinamica delle esportazioni italiane ha pesato la perdita di competitività dovuta prevalentemente all'apprezzamento dell'euro. Misurata sulla base dei costi unitari del lavoro del settore manifatturiero, tra il terzo trimestre del 2012 e la fine del 2013 la competitività di prezzo in Italia è peggiorata di 9,4 punti percentuali, circa 7 in più che in Germania e in Francia; in Spagna è invece migliorata di 3 punti percentuali. Secondo gli indicatori basati sui prezzi alla produzione dei beni manufatti, tuttavia, la perdita di competitività di prezzo degli esportatori italiani è stata assai più contenuta, pari a 4,1 punti percentuali, un valore comparabile a quello registrato in Germania e in Francia, e moderatamente più elevato di quello osservato in Spagna.

*Secondo nostre stime nel periodo 1993-2012 le esportazioni italiane di beni sono più fortemente correlate con le misure di competitività basate sui prezzi relativi, tra cui quelli alla produzione, rispetto a quelle ricavate dagli andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), che possono risentire di distorsioni di natura statistica (cfr. Relazione sull'anno 2012). A differenza delle esportazioni della Spagna, che non risultano dipendere in misura significativa da nessuna di queste due classi di indicatori, quelle della Francia e della Germania sono maggiormente correlate con le misure di competitività basate sui CLUP.*

Nel primo trimestre di quest'anno le esportazioni di soli beni sono cresciute lievemente, sospinte dalle vendite sui mercati europei. Secondo le valutazioni delle imprese le prospettive a breve si confermano positive.

*Le importazioni.* – Nel 2013 gli acquisti di beni e servizi dall'estero hanno subito una nuova flessione (-2,8 per cento), che è stata tuttavia sensibilmente inferiore a quella del 2012. L'andamento delle importazioni ha riflesso soprattutto la minore accumulazione di capitale e il rallentamento delle esportazioni, che rappresentano le componenti della domanda aggregata caratterizzate da un maggior contenuto di input importati.

Secondo stime basate sui dati di commercio estero, nel 2013 le importazioni in volume provenienti dai paesi della UE hanno subito una contrazione più contenuta di quella osservata per gli acquisti dal resto del mondo (-1,5 e -4,0 per cento, rispettivamente); su questi ultimi ha inciso la flessione delle importazioni di materie prime energetiche.

## L'offerta

Nel 2013 il valore aggiunto dell'industria in senso stretto è diminuito del 3,2 per cento, contribuendo per 0,5 punti percentuali alla contrazione del PIL. La flessione è stata particolarmente pronunciata nei comparti del legno e della carta, a fronte di un lieve aumento in quelli dell'elettronica e delle apparecchiature elettriche e di quello più intenso nella farmaceutica. L'incidenza del settore industriale sul totale del valore aggiunto è di nuovo diminuita, scendendo al 18 per cento, dal 21 del 2007; rimane tuttavia su un livello elevato nel confronto con gli altri maggiori paesi dell'area, inferiore solo a quello della Germania (25 per cento, di poco più basso rispetto al 2007).

*Dall'avvio della crisi finanziaria globale la produzione industriale si è ridotta di poco meno di un quarto. Il ridimensionamento della componente interna del fatturato in termini reali tra il gennaio del 2008 e il dicembre del 2013 è stato pari al 27,0 per cento, assai più forte che in Francia e in Germania (-1,6 e -11,9 per cento, rispettivamente). Si è contrapposta un'evoluzione decisamente più favorevole del fatturato realizzato all'estero: alla fine dello scorso anno quest'ultimo aveva recuperato buona parte del calo cumulato dal 2008.*

Nel terziario il valore aggiunto si è ridotto dello 0,9 per cento, contribuendo per 0,6 punti percentuali alla flessione del PIL. Il calo ha riguardato in particolare i comparti dell'informazione e comunicazione, dei trasporti, del commercio e della ristorazione.

Anche il valore aggiunto nel settore delle costruzioni è fortemente diminuito (-5,9 per cento), per il sesto anno consecutivo; nella media del 2013 è risultato inferiore del 26,7 per cento rispetto ai livelli del 2007.

## I prezzi e i costi

Nella media del 2013 l'inflazione, misurata dalla variazione sul periodo corrispondente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), è scesa all'1,3 per cento (tav. 8.8). Nel corso dell'anno è progressivamente diminuita, dal 2,1 per cento nel primo trimestre allo 0,7 nel quarto; ha toccato un minimo di 0,3 per cento nel marzo del 2014, un valore storicamente molto basso (fig. 8.2). L'indebolimento del quadro inflazionistico risente della dinamica dei prezzi dei prodotti energetici, che dal secondo trimestre dello scorso anno si è portata su valori negativi nel confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, frenata dal calo delle quotazioni in dollari del petrolio e dall'apprezzamento dell'euro. Tuttavia anche l'inflazione di fondo, che esclude le componenti più volatili, è diminuita, raggiungendo livelli minimi nel confronto storico (poco sotto l'1,0 per cento sul periodo corrispondente a fine anno), in un contesto di protratta debolezza della domanda interna.

Vi è evidenza che nell'ultimo anno l'effetto di riduzione dell'inflazione indotto dagli ampi margini di capacità inutilizzata è stato maggiore di quanto osservato nel passato (cfr. il paragrafo del capitolo 5: *I prezzi e i costi*).

*Il rialzo dell'aliquota ordinaria dell'IVA in vigore dallo scorso ottobre (dal 21 al 22 per cento; cfr. il riquadro: Il recente andamento dell'inflazione, in Bollettino economico, n. 1, 2014) ha avuto, secondo nostre valutazioni, un impatto sull'indice dei prezzi di circa un decimo di punto, largamente inferiore ai cinque attesi nell'ipotesi di traslazione completa. Indicazioni di un limitato effetto sono emerse anche*

nel sondaggio condotto lo scorso dicembre dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore, nel quale il 61,5 per cento delle imprese intervistate ha dichiarato di non aver trasferito sui propri prezzi di vendita l'aumento dell'IVA. Hanno pesato le condizioni di debolezza della domanda e le politiche di prezzo dei concorrenti.

Tavola 8.8

Prezzi al consumo			
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali
	2012	2013	2013
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>100,0</b>
<b>Beni e servizi a prezzo non amministrato</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>89,7</b>
Alimentari freschi	2,4	2,7	8,2
Alimentari trasformati	3,6	1,5	12,0
Energetici	13,9	-0,2	10,0
Beni non alimentari e non energetici	1,8	0,6	28,6
Servizi	2,2	1,6	41,2
Tabacchi	6,8	0,8	2,4
<b>Beni e servizi a prezzo amministrato</b>	<b>8,2</b>	<b>3,1</b>	<b>10,3</b>
<b>Indice generale al netto di alimentari, energetici e tabacchi</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>69,8</b>
<b>Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (Nic)</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>

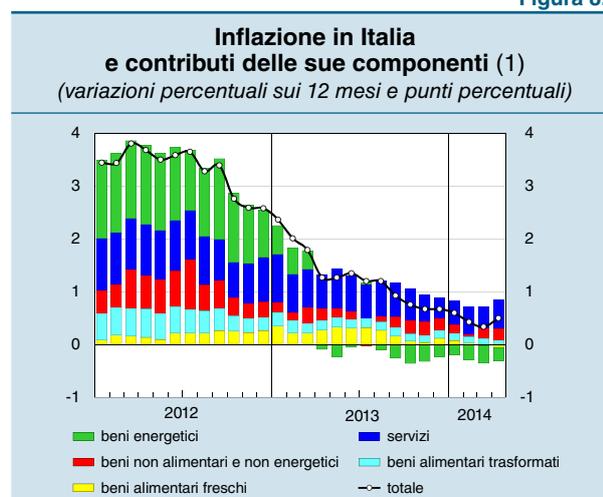
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

La diminuzione dell'inflazione di fondo, in atto dalla metà del 2012, ha interessato, seppure con diversa intensità, sia i prezzi dei beni non energetici e non alimentari sia quelli dei servizi: i prezzi dei beni hanno decelerato dal 2,0 per cento nella media del primo semestre del 2012 allo 0,6 nei primi quattro mesi dell'anno in corso, quelli dei servizi dal 2,4 all'1,1 per cento.

Alla discesa dell'inflazione di fondo hanno fornito un contributo particolarmente elevato alcune voci elementari del paniere. I prezzi dei servizi e degli apparecchi di telefonia sono caduti in misura cospicua, rafforzando la tendenza in atto dallo scorso decennio. Le tariffe delle assicurazioni auto hanno decelerato, nel contesto di un aumento della concorrenza tra gli operatori del settore. Tra i beni, emerge il netto rallentamento dei listini dei prodotti di abbigliamento e di quelli dei gioielli.

La discesa dell'inflazione al consumo si è arrestata nell'aprile di quest'anno, quando l'IPCA è aumentato dello 0,5 per cento. La quota di voci elementari dell'indice che mostra variazioni negative sui dodici mesi si è attestata al 27 per cento, un valore appena superiore a quello registrato nel biennio 2009-2010.

Figura 8.2



I rischi di deflazione sono tuttavia ancora contenuti: la percentuale di consumatori che si attende una diminuzione dei prezzi al consumo nei prossimi dodici mesi si collocava lo scorso aprile su livelli modesti, intorno al 7,0 per cento. È tuttavia elevato, nelle percezioni del pubblico, il rischio di una crescita dei prezzi eccessivamente bassa per un periodo prolungato: la quota che prefigura prezzi in diminuzione o stabili è pari al 61 per cento.

*I prezzi alla produzione, i costi e i margini.* – I prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno sono diminuiti in media dell'1,2 per cento nel 2013 (erano rincarati del 4,1 nel 2012). L'inflazione alla produzione è scesa nei primi mesi dell'anno, portandosi da aprile su valori negativi. Vi ha inciso soprattutto la flessione della componente energetica, pari al 4,7 per cento nella media del 2013 (dopo l'aumento dell'11,2 nel 2012). In un quadro di perdurante debolezza ciclica, i prezzi dei beni non alimentari destinati al consumo hanno rallentato, allo 0,4 per cento (1,1 nel 2012).

Nella media del 2013 la dinamica del CLUP nel complesso dell'economia è scesa all'1,0 per cento, toccando nel quarto trimestre lo 0,4 sul periodo corrispondente (contro il 2,5 per cento di un anno prima). Vi ha concorso la decelerazione nel corso dell'anno dei redditi orari, che ha interessato sia il comparto dei servizi sia quello dell'industria in senso stretto; nel settore terziario ha contribuito anche la ripresa della produttività. Ne hanno beneficiato i margini di profitto, che sono tornati a crescere lievemente, dopo il netto calo nel biennio precedente.

*Le aspettative di inflazione.* – Dallo scorso autunno le attese degli analisti sull'inflazione per il 2014 censite da Consensus Economics sono state progressivamente riviste al ribasso, allo 0,8 per cento in maggio; nel 2015 secondo gli osservatori l'inflazione aumenterebbe all'1,1 per cento. Un quadro analogo emerge dal sondaggio sulle imprese condotto lo scorso marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore*. In un orizzonte temporale più lungo, compreso fra tre e cinque anni, le imprese intervistate prospettano una variazione dei prezzi ancora bassa, all'1,2 per cento.

## 9. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE RIFORME

Nell'ultimo quinquennio il sistema produttivo italiano ha sofferto della crisi globale: si sono ridotti il valore aggiunto e la produttività, è diminuita la natalità delle imprese. Già nel decennio precedente la crescita aveva comunque risentito di una serie di nodi strutturali irrisolti, evidenziando difficoltà dell'economia italiana ad adeguarsi ai grandi cambiamenti dell'economia mondiale e della tecnologia. La produttività era cresciuta meno che in passato e più lentamente che negli altri paesi; l'Italia aveva perso quote di mercato nel commercio internazionale, anche nel confronto con le altre economie europee; la partecipazione delle aziende italiane alle filiere produttive globali rimaneva prevalentemente marginale e in posizioni subalterne. Lo sviluppo dimensionale delle imprese e la loro propensione a innovare erano insoddisfacenti a causa di condizionamenti provenienti dal contesto (quali l'inefficienza delle Pubbliche amministrazioni e della regolamentazione e la bassa dotazione di capitale umano) e dagli assetti interni alle aziende (come una modesta capitalizzazione e modelli gestionali poco efficienti).

Si è ampliata nel tempo la divergenza tra gli andamenti delle imprese più efficienti, in particolare di quelle esportatrici, e quelli, più deboli, registrati dalle aziende meno propense all'innovazione e all'internazionalizzazione (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali* nella Relazione sull'anno 2012).

Promuovere la crescita richiede interventi su tutte le sue determinanti: domanda e offerta di lavoro, qualità del capitale umano, investimenti privati e pubblici, attività di ricerca, sviluppo e innovazione, condizioni di contesto che influenzano la produttività delle imprese e l'allocazione delle risorse.

Le riforme strutturali possono produrre effetti significativi sulla crescita, ma hanno spesso tempi di attuazione lunghi e i loro benefici non sono immediati. L'inserimento dei vari provvedimenti in un quadro chiaro e organico facilita il processo di riforma, mitigando le possibili resistenze di singole categorie, e consente di anticiparne gli effetti positivi. La previsione di traguardi intermedi e di momenti di verifica stringenti contribuisce sia a mantenere elevata l'attenzione sull'attività di riforma, sia a identificare e risolvere eventuali criticità.

Dalla seconda metà del 2011 è stato avviato un ampio processo di riforma, anche se molti provvedimenti risultano a oggi attuati solo in parte. Nel 2013 sono state poste in essere iniziative di riduzione degli oneri amministrativi, innalzamento dell'efficienza della giustizia civile, rilancio delle infrastrutture. Nei primi mesi del 2014 si è proceduto a semplificare la normativa relativa ai contratti a termine e di apprendistato e sono state adottate misure di sostegno al reddito disponibile delle fasce più deboli di lavoratori dipendenti.

Il Programma nazionale di riforma 2014 (PNR), contenuto nel *Documento di economia e finanza 2014*, enfatizza la necessità di rilanciare l'azione riformatrice, delineando interventi ad ampio raggio. Il quadro completo, i tempi di realizzazione e il monitoraggio delle misure proposte restano ancora da precisare.

## ***Gli andamenti settoriali e la produttività***

Rispetto al 2007 nel comparto manifatturiero il valore aggiunto è diminuito, in termini reali, del 3,2 per cento in media d'anno; la produttività ha ristagnato. La forte contrazione del valore aggiunto, innescata dalla crisi della domanda estera nel 2008-09, si è acuita, dalla metà del 2011, per effetto del calo della domanda interna (cfr. tav. 9.1).

*Analisi econometriche sui dati dell'indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) indicano che, a partire dal 2008, a livello di impresa le dinamiche delle vendite all'estero e sul mercato interno sono state positivamente correlate. Poiché le vendite sul mercato interno forniscono alle aziende parte significativa della liquidità necessaria per finanziare l'attività di esportazione, dal 2011, quando si sono acuite anche le difficoltà di accesso al credito, la contrazione della domanda interna ha limitato l'attività di esportazione. Si stima che la riduzione del fatturato domestico osservata nel 2012-13 si sia associata a una minore crescita delle vendite all'estero di 0,7 punti percentuali in media e di 1,7 tra le imprese che, pur esportando parte dei propri prodotti, sono maggiormente rivolte al mercato interno.*

Nel settore dei servizi il valore aggiunto si è contratto, in termini reali, dello 0,6 per cento in media d'anno nell'ultimo quinquennio, accompagnandosi a un calo della produttività dello 0,2. Il comparto ha risentito negativamente delle difficoltà della manifattura, a cui fornisce in misura rilevante prodotti intermedi, e del calo della domanda da parte delle famiglie.

*Nei maggiori paesi europei la domanda di servizi è attivata principalmente dalle imprese industriali, al contrario di quanto accade negli Stati Uniti, dove prevalgono gli impulsi provenienti dalle famiglie. Secondo i dati del World Input-Output Database, tra il 1995 e il 2009 negli Stati Uniti quasi il 70 per cento della crescita della produzione di servizi di mercato, valutata a prezzi costanti, era imputabile alla dinamica dei consumi finali delle famiglie; in Germania e in Francia tale contributo era del 50 per cento, in Italia del 36. Nei tre principali paesi dell'area dell'euro, che evidenziano un'elevata similarità nelle strutture produttive, la domanda di servizi è orientata soprattutto verso i comparti della distribuzione commerciale e dei trasporti terrestri, che si caratterizzano per un basso livello delle competenze dei lavoratori e delle tecnologie utilizzate.*

*Tra il 1997 e il 2012 il valore aggiunto dei servizi domestici e di assistenza e cura alla persona è fortemente aumentato ovunque: del 120 per cento in Italia e negli Stati Uniti, del 110 in Francia e dell'85 in Germania.*

## ***Le dinamiche di impresa***

La prolungata crisi del sistema produttivo italiano si è riflessa anche sugli andamenti della demografia di impresa. Secondo i dati delle Camere di commercio, il tasso di natalità netto per il totale dell'economia, pari allo 0,2 per cento nel 2013, si è ridotto, nell'ultimo quinquennio, di 0,8 punti percentuali rispetto alla media 2003-07. A fronte di un tasso di uscita rimasto pressoché invariato, tale dinamica è riconducibile soprattutto alla contrazione del tasso di entrata che risente, oltre che dell'aumento dell'incertezza sulle prospettive di domanda, delle accresciute difficoltà di accesso al credito. Il calo della natalità netta è stato più intenso nella manifattura, dove il tasso ha raggiunto il valore minimo dal 1996 (-2,5 per cento).

Le dinamiche demografiche di impresa contribuiscono alla riallocazione della produzione tra settori e, all'interno di ciascun settore, tra imprese con differenti livelli di produttività. Secondo elaborazioni sui dati dell'Archivio statistico delle imprese

attive dell'Istat (ASIA), nel periodo 1999-2011 la crescita della produttività aggregata – approssimata dal fatturato reale per addetto e pari al 4,9 per cento – è in larga parte attribuibile ai processi di riallocazione delle risorse verso le aziende più efficienti all'interno del medesimo settore, mentre sono stati meno rilevanti gli effetti di ricomposizione settoriale. Hanno invece sottratto slancio alla crescita complessiva l'andamento della produttività media delle imprese esistenti, negativo soprattutto negli anni della crisi, e il contributo fornito dai flussi demografici, che, a fronte di cessazioni di imprese meno produttive della media, ha risentito della bassa efficienza relativa delle nuove nate.

*Le imprese che entrano per la prima volta nel mercato sono caratterizzate da valori del fatturato per addetto relativamente esigui, soprattutto nei comparti del terziario dove si è maggiormente concentrata la natalità. Tuttavia le imprese di recente costituzione forniscono un contributo positivo alla dinamica della produttività aggregata registrando, nei primi cinque anni di vita, miglioramenti significativi della propria efficienza.*

Le dinamiche del valore aggiunto e della produttività risentono in Italia di una struttura produttiva sbilanciata verso le aziende di dimensione piccola e piccolissima e con bassa capitalizzazione. Non potendo sfruttare appieno economie di scala e di scopo, esse risultano meno coinvolte nei processi di innovazione e di internazionalizzazione.

*Elaborazioni sulle Structural business statistics dell'Eurostat indicano che, tra il 2008 e il 2011, la dinamica del valore aggiunto in Italia (negativa nella manifattura e modesta nel comparto dei servizi di mercato) è stata sostenuta solo dalla crescita della produttività del lavoro delle aziende con almeno 20 addetti (che pesano per il 7,3 per cento nel manifatturiero e per circa il 2 nei servizi di mercato). Durante la recente crisi il contributo alla crescita fornito dalla riallocazione di risorse verso le imprese più grandi è stato negativo nel nostro paese, in quanto un elevato numero di unità produttive ha ridotto l'occupazione, migrando verso classi di addetti inferiori, contrariamente a quanto accaduto in Germania e, nel solo comparto manifatturiero, in Francia.*

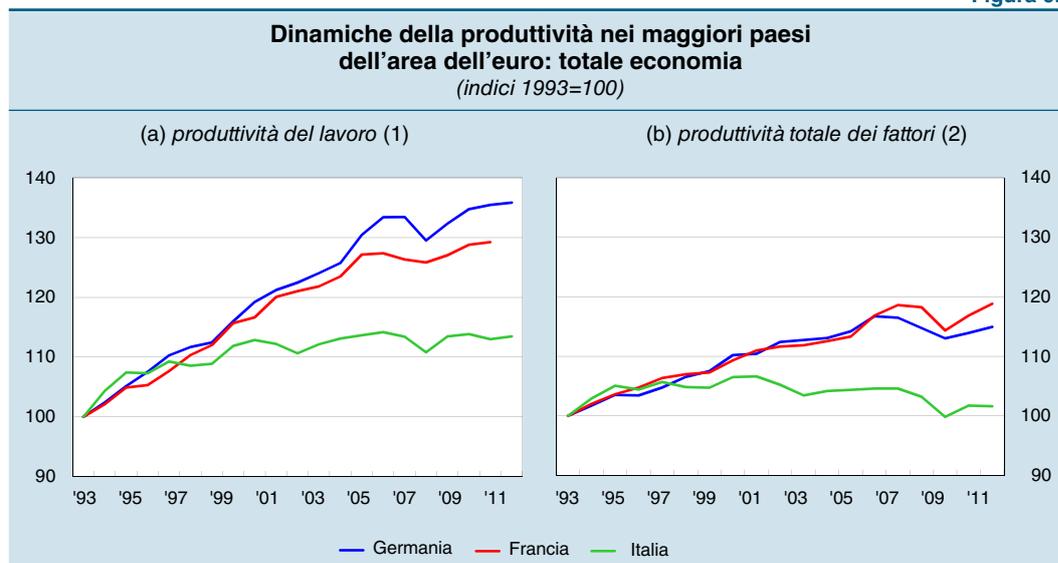
Secondo i dati del nono Censimento generale dell'industria e dei servizi dell'Istat, nel 2011 la dimensione media di impresa era pari a 3,7 addetti (3,8 nel 2001 e 4,9 nel 1971). L'elevato grado di frammentazione della struttura produttiva italiana, rispetto a quella degli altri principali paesi europei, è comune a tutti i settori. Nella manifattura la dimensione media è pari a 9,3 addetti in Italia, a 14,7 in Francia, a 34,4 in Germania; nel settore dei servizi di mercato, dove il peso delle imprese con meno di 20 addetti supera, nel nostro paese, il 98 per cento, la dimensione media di impresa è pari a 3,2 addetti, contro 5,4 della Francia e 9,9 della Germania.

### ***I fattori della crescita e le riforme strutturali***

La crescita economica può essere scomposta nei contributi forniti dalla dinamica dei fattori produttivi (il lavoro e il capitale) e da quella della produttività totale dei fattori, una variabile che approssima le modalità tecnologiche e organizzative con le quali vengono combinati gli input produttivi.

Fino al 2008 il tasso di crescita del prodotto è stato frenato, nel confronto internazionale, dall'andamento della produttività totale dei fattori, in ristagno tra il 2000 e il 2007, quando in Francia e in Germania si segnavano incrementi medi annui pari allo 0,8 e all'1,2 per cento (fig. 9.1).

Figura 9.1



Fonte: Eurostat, *National accounts* e Ocse.

(1) Valore aggiunto ai prezzi base per ore lavorate; quantità a prezzi concatenati; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Contributo alla crescita del prodotto, non spiegato dalle dinamiche dei fattori lavoro e capitale; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Tali dinamiche sono il risultato di varie determinanti. Analisi su dati dell'OCSE indicano che, in Italia, il contributo derivante dalla riallocazione della produzione verso le imprese e i settori più efficienti è inferiore rispetto agli altri principali paesi avanzati, a causa di una più restrittiva regolamentazione dei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori produttivi e di un contesto istituzionale meno favorevole all'attività imprenditoriale. L'efficienza delle imprese è frenata dalla scarsa propensione all'innovazione di processo e di prodotto, imputabile a caratteristiche settoriali e dimensionali, alla complessiva regolamentazione dell'attività di impresa e alla dotazione di capitale umano (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione* nella Relazione sull'anno 2012). I costi produttivi, elevati nel confronto internazionale soprattutto a causa del livello della tassazione, hanno frenato la competitività sui mercati internazionali.

*Fino al 2008 l'espansione dell'occupazione è stata sostenuta dalla maggiore flessibilità nell'utilizzo del lavoro, che si è riflessa in un aumento del tasso di occupazione di cinque punti percentuali tra il 1993 e il 2008 (al 58,7 per cento nella popolazione tra 15 e 64 anni di età), e dai flussi migratori, che hanno portato gli stranieri a rappresentare il 10 per cento degli occupati totali nel 2013. L'accumulazione di capitale si è mantenuta su valori elevati nel confronto internazionale e in prospettiva storica, ma si è concentrata soprattutto nel settore immobiliare; gli investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione non hanno invece tenuto il passo rispetto agli altri paesi avanzati.*

Dal 2008, e soprattutto dalla seconda metà del 2011, la recessione che ha investito l'economia italiana si è accompagnata a una forte riduzione degli investimenti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) e dell'occupazione (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*); la produttività totale dei fattori ha subito un sensibile arretramento (-0,8 per cento).

Dal 2011 è stata avviata un'estesa attività di riforma finalizzata a creare condizioni più favorevoli alla crescita. Sono stati varati interventi per: (a) rendere più efficiente il mercato del lavoro; (b) favorire il ricorso delle imprese al capitale azionario e incentivare gli investimenti in fondi di venture capital e nel capitale di rischio di aziende in fase

di avvio (start-up); (c) accrescere il livello di concorrenza, in particolare nel settore dei servizi; (d) ridurre il peso degli oneri burocratici; (e) migliorare il funzionamento della giustizia civile; (f) potenziare lo sviluppo delle infrastrutture; (g) contrastare la corruzione (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali* nella Relazione sull'anno 2012). Nel 2013 sono state introdotte ulteriori disposizioni finalizzate a migliorare il contesto istituzionale per l'attività d'impresa, in particolare con il decreto del "fare" (decreto legge 21 giugno 2013, n. 69, convertito dalla legge 9 agosto 2013, n. 98; cfr. il paragrafo: *Il contesto istituzionale: i provvedimenti del 2013*).

Secondo numerosi studi, riforme strutturali come quelle citate hanno ricadute positive sulla crescita, ma richiedono spesso tempi di attuazione lunghi e i loro benefici non sono immediati.

*La quantificazione macroeconomica degli effetti delle riforme strutturali è problematica, sia per la complessità della misurazione, sia per le difficoltà connesse con la stima di una relazione causale tra gli specifici interventi e le variabili economiche di interesse. Gli indicatori sintetici elaborati da organizzazioni internazionali quali l'OCSE e la Banca Mondiale, sebbene non siano disponibili per tutte le aree di regolazione interessate dagli interventi e non incorporino tutti i dettagli normativi rilevanti nel singolo caso nazionale, forniscono un utile riferimento, grazie a una metrica che quantifica l'entità delle riforme secondo criteri omogenei tra paesi. L'analisi di impatto richiede che gli indicatori siano integrati da ipotesi specifiche sulla risposta delle variabili macroeconomiche del sistema.*

*Secondo le stime dell'OCSE, basate su un modello econometrico in forma ridotta, le riforme della regolamentazione dei mercati dei beni, dei servizi e del lavoro finora realizzate avrebbero un impatto positivo sul PIL dell'ordine del 5,5 per cento dopo dieci anni. Nel PNR 2014, sulla base di modelli di equilibrio economico generale dinamico (dynamic stochastic general equilibrium model, DSGE), il Governo italiano ha stimato che tali riforme determinerebbero un incremento del PIL nel lungo termine del 6,9 per cento. Stime basate su un modello DSGE della Banca d'Italia indicano che le sole misure di liberalizzazione nel comparto dei servizi indurrebbero, a regime, un aumento del PIL italiano del 3,5 per cento.*

Il PNR definisce annualmente gli interventi da adottare per il raggiungimento degli obiettivi nazionali di crescita, produttività, occupazione e sostenibilità, nell'ambito del semestre europeo, tenendo conto dell'*Analisi annuale sulla crescita* della Commissione europea e delle linee guida stabilite dal Consiglio europeo di marzo. In continuità con i passati documenti, il PNR 2014 delinea interventi strutturali in diversi ambiti: la regolamentazione dei mercati e la concorrenza, il mercato del lavoro, la scuola e l'università, il sistema finanziario e quello fiscale, le politiche di sussidio diretto all'attività di impresa, il contesto istituzionale. Pone una nuova attenzione al tema della razionalizzazione degli assetti istituzionali, considerata essenziale per un recupero di efficienza.

*Le incertezze e le inefficienze nella definizione delle responsabilità tra i diversi livelli di governo sono alla base di un vasto contenzioso di fronte alla Corte costituzionale, che ha determinato un rallentamento nell'attuazione di molte politiche pubbliche. Il disegno di legge di riforma costituzionale, del quale è in corso l'iter di approvazione parlamentare, mira a razionalizzare i rapporti tra Stato e autonomie locali e – in parte – a ricentralizzare gli assetti esistenti, superando alcuni difetti di funzionamento degli attuali strumenti di coordinamento. Nella proposta resta non chiarito il riparto di competenze su ambiti quali l'affidamento e l'esecuzione dei contratti pubblici, la disciplina generale sui servizi pubblici locali e il raccordo tra politiche attive e passive del lavoro, che pure hanno generato un elevato livello di incertezza del diritto.*

Il Programma fissa le linee guida delle riforme. Restano ancora da precisare il quadro completo degli interventi, i tempi di realizzazione, i contenuti delle singole misure, nonché le modalità di attuazione che, nel recente passato, si sono rivelate il principale punto debole del processo riformatore.

*Secondo i dati del monitoraggio condotto dall'Ufficio per il Programma di Governo, al 31 dicembre 2013 solo il 48 per cento dei provvedimenti attuativi previsti dagli atti legislativi emanati durante il Governo Monti (in totale 69) risultava adottato; il termine previsto era scaduto per il 33 per cento di quelli non adottati. Alla stessa data era stato definito solo il 15 per cento dei provvedimenti richiesti dal totale degli atti legislativi approvati durante il Governo Letta (fino al 20 dicembre 2013), con un'incidenza dei provvedimenti scaduti su quelli non adottati del 25 per cento. Sui ritardi influiscono anche le difficoltà di coordinamento tra gli enti coinvolti e, a livello trasversale, le inefficienze del sistema amministrativo.*

*La regolamentazione nel mercato dei servizi e la concorrenza.* – La concorrenza favorisce l'efficienza produttiva e allocativa, incentivando l'impiego ottimale delle risorse sia all'interno della singola impresa, sia nel mercato. Contribuisce a stimolare l'innovazione e la crescita della produttività.

*Elaborazioni su dati OCSE ed Eurostat relativi al settore dei servizi mostrano che un assetto regolatorio che riduce eccessivamente il grado di concorrenza incide negativamente sulla dimensione media di impresa e, per questa via, sull'efficienza complessiva.*

Le più recenti misure di liberalizzazione nel comparto dei servizi risalgono, a livello legislativo, al biennio 2011-12. Anche grazie a tali misure, negli indicatori dell'OCSE riferiti al 2013, l'Italia ha registrato un aumento dell'apertura alla concorrenza. Nei servizi professionali e nel complesso dei servizi a rete (che includono i trasporti, l'energia e le comunicazioni), tra il 2008 e il 2013 il nostro paese ha riportato un miglioramento, di 12 e 4 posizioni rispettivamente, collocandosi in una posizione intermedia nella graduatoria dei paesi dell'OCSE analizzati. Tuttavia in alcuni comparti (in particolare nel commercio e nei servizi postali) la regolamentazione rimane tra le più restrittive.

Sul piano attuativo il processo di apertura del mercato ha incontrato difficoltà in diversi settori.

*L'Autorità di regolazione dei trasporti, istituita nel 2011 e avviata solo nel 2013, ha recentemente iniziato il procedimento per l'adozione di misure di regolazione volte a garantire condizioni di accesso eque e non discriminatorie alle infrastrutture ferroviarie. L'azione dell'Autorità beneficerebbe di interventi sulla normativa di settore finalizzati a garantire una maggiore apertura dei mercati e una più efficace regolazione. Rispetto all'ampliamento della pianta organica notarile predisposto nel gennaio 2012, al primo bimestre del 2014 la percentuale di posti effettivamente coperti era ancora pari al 77 per cento (4.086 effettivi su 6.270 risultanti dalla revisionata pianta organica). Nel comparto farmaceutico, ove pure nel gennaio 2012 si era previsto un adeguamento della pianta organica, non risulta ancora conclusa nessuna delle procedure avviate dalle Regioni per l'assegnazione della titolarità di nuove farmacie.*

Il PNR prevede l'approvazione di una legge annuale sulla concorrenza, pur senza indicare i mercati interessati dagli interventi. Questo strumento, previsto nel nostro ordinamento sin dal 2009 ma mai utilizzato, potrebbe garantire continuità al processo di liberalizzazione dell'economia. Nel settore dei servizi pubblici locali, dove l'affidamento diretto della gestione è prevalente, si stabilisce l'adozione di misure volte a favorire una maggiore apertura del mercato e l'attuazione della normativa sugli ambiti territoriali ottimali, introdotta nell'agosto 2011.

L'attuazione delle disposizioni previste dal decreto "cresci Italia" (art. 1, decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1) può fornire un importante contributo alla rimozione di limiti ingiustificati alla libertà di iniziativa economica.

*Il mercato del lavoro.* – L'offerta di lavoro e l'occupazione sono una determinante fondamentale del potenziale produttivo. Un mercato del lavoro ben funzionante

è essenziale per garantire l'efficienza allocativa, cogliere le opportunità offerte dal progresso tecnologico e dal mutamento dei flussi commerciali, contenere i costi dell'aggiustamento a fronte di shock esterni.

La legge 28 giugno 2012, n. 92 (riforma Fornero) ha disposto un riassetto organico dei principali istituti del mercato del lavoro, per conseguire una distribuzione più omogenea tra fasce diverse di occupati sia delle tutele dell'impiego, sia dell'accesso agli ammortizzatori sociali e alle politiche attive, pur preservando un adeguato grado di flessibilità nell'utilizzo dell'input di lavoro (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro* nella Relazione sull'anno 2012).

Le misure incluse nel recente decreto legge 20 marzo 2014, n. 34, proseguendo il percorso intrapreso con la legge 9 agosto 2013, n. 99, semplificano, a beneficio delle imprese, l'utilizzo del contratto a termine, eliminando i rischi di contenzioso connessi con la specificazione della causale, e gli obblighi formativi relativi al contratto di apprendistato, affidati a iniziative regionali non sempre di qualità (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*).

La semplificazione delle regole, in una fase di riavvio ciclico, potrebbe stimolare nuove assunzioni. Le misure richiedono tuttavia un completamento che ne assicuri la coerenza con la prospettata introduzione di un contratto a tutele crescenti (oggetto di un disegno di legge delega); per contrastare la creazione di un mercato duale del lavoro, la coesistenza del contratto a tutele crescenti e di quello a tempo determinato necessita che il primo risulti più vantaggioso per le imprese rispetto al secondo. Per il contratto di apprendistato andrebbero privilegiate e stimolate quelle attività di inserimento nel mondo del lavoro svolte dall'azienda, che a posteriori si rivelino più efficaci. Permane l'esigenza di snellire i costi procedurali connessi con il licenziamento, individuale e collettivo.

Il contenimento dei costi sociali derivanti dalla maggiore flessibilità richiede di completare la ridefinizione organica delle politiche passive e attive; tale ridefinizione, rimandata a un disegno di legge delega, prevede anche la costituzione di un'agenzia nazionale, dedicata soprattutto a rafforzare l'integrazione tra i due tipi di politiche. Restano da chiarire l'entità delle risorse necessarie per realizzare questi interventi e le modalità con le quali verrà rivisitato l'assetto dei servizi del lavoro, incluso il ricorso a operatori privati tramite meccanismi concorrenziali, e costituita la nuova agenzia. Ciò consentirebbe di incrementare la nuova indennità di disoccupazione, bassa nel confronto internazionale, subordinandola a requisiti più stringenti relativi alla ricerca di lavoro o alla partecipazione ad attività formative.

Nel PNR si prospettano l'introduzione di un compenso orario minimo fissato per legge e interventi di natura fiscale a sostegno dell'offerta di lavoro, misure potenzialmente di vasta portata, la cui efficacia dipenderà in massima parte dai dettagli di attuazione e dalla loro interazione. È necessario un disegno organico degli interventi, da accompagnare con una fase preliminare sperimentale.

L'offerta di lavoro è disincentivata in Italia anche dal sistema fiscale, in particolare per le donne: le detrazioni e gli altri trasferimenti, calcolati sulla base del reddito familiare, innalzano l'aliquota marginale effettiva delle imposte sul reddito del secondo percettore (tipicamente il coniuge femminile), scoraggiandone la partecipazione al mercato del lavoro. La distorsione è più forte per le donne con limitate prospettive retributive e il cui coniuge ha un'occupazione a basso reddito (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*). Se reso permanente, il bonus di 80 euro mensili, previsto per i lavoratori dipendenti dal

decreto legge 24 aprile 2014, n. 66 (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*), potrebbe avere un impatto positivo sulla partecipazione al mercato del lavoro.

*Analisi basate sull'indagine dell'Eurostat sui redditi e le condizioni di vita delle famiglie (EU-SILC) mostrano, tuttavia, che la soglia minima di applicazione di 8.000 euro, escludendo una quota significativa degli impieghi a tempo parziale e a bassa retribuzione, ne limiterebbe sensibilmente gli effetti sui segmenti della popolazione con bassi tassi di occupazione, in particolare le donne sposate e meno istruite. Al tempo stesso la brusca riduzione del bonus per importi di reddito tra i 24.000 e i 26.000 euro annui e il conseguente aumento dell'aliquota marginale effettiva comporterebbero il rischio di favorire una riduzione delle ore di lavoro offerte.*

*Il capitale umano.* – Il capitale umano è un fattore cruciale per la crescita economica e, più in generale, per il benessere sociale; favorisce l'attività innovativa e l'utilizzo di nuove tecnologie, innalza la produttività, migliora le condizioni di salute, il grado di coesione sociale e il rispetto delle regole. La dotazione di capitale umano dell'Italia è bassa nel confronto internazionale e inadeguata rispetto allo status di paese avanzato: rispecchia lacune nel funzionamento del sistema di istruzione e un'insufficiente domanda di lavoro qualificato da parte di quello produttivo (cfr. il capitolo 11: *Istruzione e formazione nel sistema produttivo*).

Nel PNR l'accrescimento e la valorizzazione del capitale umano sono incentrati sulla valutazione di scuole e università e sull'apertura del sistema di istruzione e della ricerca al mondo del lavoro e al confronto internazionale.

Il potenziamento dell'attività di valutazione, rafforzando gli organismi a ciò preposti e sancendone la necessaria terzietà, può alimentare il quadro informativo su cui basare la ridefinizione delle politiche. Nella scuola la piena attuazione del Sistema nazionale di valutazione, già formalmente istituito, andrebbe accompagnata con misure che attribuiscono agli istituti scolastici maggiore autonomia e ne responsabilizzano i vertici. Risorse aggiuntive andrebbero previste a sostegno delle realtà scolastiche in condizioni più critiche – a fronte di puntuali piani di miglioramento – e dei contesti sociali più difficili. La qualità e la motivazione dei docenti, elementi fondamentali per il buon funzionamento del sistema, beneficerebbero dalla previsione di meccanismi di reclutamento selettivi e di percorsi di carriera non meramente automatici, nonché di una remunerazione più adeguata.

Un maggior ricorso a logiche di competizione potrebbe portare un miglioramento, soprattutto nel segmento universitario. A tale scopo sarebbe utile privilegiare, nell'uso delle risorse, il sostegno agli studenti meno abbienti e alla loro mobilità territoriale.

*Il finanziamento delle imprese.* – Le strategie delle imprese e l'efficienza allocativa dipendono anche dalle caratteristiche dei mercati finanziari. In Italia lo scarso sviluppo di fonti di finanziamento alternative a quelle bancarie contribuisce a far sì che le imprese, soprattutto quelle di piccola e media dimensione, siano caratterizzate da un eccessivo indebitamento e da una quota elevata di prestiti bancari sul complesso dei debiti (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Il rafforzamento patrimoniale delle imprese e l'accesso a fonti di finanziamento non bancarie a medio e a lungo termine avrebbero effetti positivi sulla capacità di investimento, sulla crescita dimensionale e sull'attività innovativa, oltre a rendere il sistema produttivo più capace di fronteggiare periodi di restrizione del credito bancario (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

*Il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201 ha introdotto incentivi fiscali alla patrimonializzazione delle imprese (Aiuto alla crescita economica, ACE), rafforzati con la legge di stabilità per il 2014 (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica). La predeterminazione su un orizzonte pluriennale dei parametri rilevanti per l'operare dell'ACE può dare maggiore certezza alle imprese nel programmare la propria struttura finanziaria e accrescere l'efficacia degli incentivi introdotti.*

*L'innovazione.* – L'attività innovativa, un fattore cruciale per la crescita economica, è in Italia meno intensa che nei principali paesi avanzati, soprattutto nel settore privato. Le risorse pubbliche destinate alla promozione dell'innovazione da parte delle imprese sono inferiori a quelle dei principali paesi europei; la loro efficacia è risultata finora modesta (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione* nella Relazione sull'anno 2012).

Rafforzando quanto previsto dal decreto “destinazione Italia” (decreto legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9), il PNR delinea misure di sostegno agli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) e all'innovazione delle imprese, da realizzare attraverso un potenziamento del credito di imposta per le spese in R&S e per l'assunzione di ricercatori. Una maggiore incisività può venire da una riduzione della frammentazione ed estemporaneità degli interventi e, soprattutto, da una minore incertezza circa i tempi di erogazione dei sostegni.

*I costi energetici delle imprese.* – Per rafforzare la competitività di prezzo delle aziende italiane, il Governo si è posto l'obiettivo di ridurre del 10 per cento il costo dell'energia elettrica per le piccole e medie imprese, senza ulteriori oneri per la finanza pubblica. Questa misura compenserebbe parte degli aumenti deliberati nel 2013 che hanno finanziato uno sconto per l'anno in corso a favore delle imprese a forte consumo di energia, di dimensione per lo più medio-grande.

*I costi energetici delle imprese manifatturiere italiane, pari nel 2011 al 2,6 per cento del fatturato e al 30,8 del costo del lavoro, sono più elevati di quelli dei principali concorrenti europei, in particolare per i più alti prezzi dell'energia elettrica. Il differenziale di prezzo rispecchia la combinazione di fonti energetiche utilizzate per la produzione di elettricità e gli oneri fiscali e di altra natura.*

*La produzione di energia elettrica si caratterizza in Italia per un maggior utilizzo del gas naturale rispetto a quanto avviene in Francia, che ha ampia disponibilità di impianti elettronucleari già ammortizzati e in Germania, dove prevale il carbone, il cui utilizzo ha costi significativamente inferiori a quelli del gas. Secondo i dati Eurostat, nel 2011 la tassazione dell'energia era in Italia superiore del 15 per cento rispetto alla media della UE. Il sistema delle accise, fortemente regressivo, rende la tassazione proporzionalmente più onerosa per le piccole e medie imprese. Nel caso dell'energia elettrica, i recenti forti aumenti dei prezzi pagati dagli utenti sono attribuibili interamente agli oneri per il finanziamento delle rinnovabili, che nel 2013 rappresentavano oltre un quarto del prezzo finale di un'utenza media industriale e, in assenza di una rimodulazione degli impegni esistenti, sono destinati a rimanere per il prossimo decennio sul livello attuale (nel complesso superiore a 11 miliardi di euro l'anno). Tali oneri, che in Germania gravano prevalentemente sui prezzi delle utenze familiari, in Italia incidono maggiormente sulle imprese di minore dimensione, con consumi energetici più bassi. Interventi frequenti e di corto respiro sul livello e sulla distribuzione delle spese energetiche generano incertezza limitando la capacità delle aziende di pianificare investimenti nel medio termine; la definizione di nuove misure dovrà tener conto di una pluralità di fattori e di obiettivi, in particolare dei più stringenti impegni europei in tema di riduzione delle emissioni di gas serra entro il 2030.*

*La tassazione.* – In Italia l'elevata pressione fiscale e la complessità e instabilità delle norme tributarie incidono negativamente sulla competitività delle imprese e sulla crescita, ripercuotendosi anche sulla propensione all'evasione e all'elusione fiscale.

*Rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro, nel 2013 la pressione fiscale in Italia è stata superiore di 2,1 punti percentuali (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica). Data la diffusione relativamente maggiore delle attività irregolari nel nostro paese, il divario effettivo calcolato con riferimento alla sola economia regolare sarebbe ancora più elevato. Considerando la tassazione sulle imprese, secondo i più recenti dati dell'Eurostat l'aliquota legale (inclusendo l'IRAP) supera in Italia di circa 6 punti quella media degli altri paesi dell'area. Anche il livello della tassazione sul lavoro è relativamente penalizzante, con effetti di scoraggiamento dell'offerta di lavoro, specie in alcune fasce di popolazione (cfr. il capitolo 10: Il mercato del lavoro).*

*Secondo il rapporto Doing Business in 2014 della Banca Mondiale, in Italia il tempo necessario per assolvere gli adempimenti fiscali e contributivi è più di una volta e mezzo la media dei paesi dell'OCSE, più del doppio di Regno Unito e Francia. Lo statuto dei diritti del contribuente (legge 27 luglio 2000, n. 212), adottato quattordici anni fa al fine di reimpostare il rapporto fisco-contribuente su basi di certezza e trasparenza, è stato disatteso in numerose occasioni (le sole deroghe esplicite ammontano a 39).*

*Stime elaborate dall'Agenzia delle Entrate indicano che, nella media del triennio 2007-09, il gettito evaso dell'IRAP è stato pari al 19,4 per cento di quello potenziale e si è concentrato nel settore dei servizi; escludendo la Pubblica amministrazione tale valore sale al 21,6 per cento. Secondo stime della Commissione europea sul gettito dell'IVA sottratto all'interno dell'UE per fenomeni di evasione ed elusione fiscale (incluse le frodi), nel 2011 in Italia si è registrata una perdita di gettito dell'IVA pari, in termini assoluti, a 36 miliardi di euro, la più elevata nella UE; la differenza tra il gettito effettivo dell'IVA e quello potenziale (cosiddetto VAT-gap) è stata pari a circa il 28 per cento, inferiore soltanto a quello stimato per vari paesi dell'Est europeo e per la Grecia.*

Il PNR contempla un taglio delle aliquote dell'IRAP del 10 per cento (già attuato con il DL 66/2014; cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*) e l'attuazione della legge delega per la riforma del sistema fiscale (legge 11 marzo 2014, n. 23). Quest'ultima, anche con finalità di contrasto dell'evasione e dell'elusione fiscale, mira tra l'altro a semplificare le norme tributarie e a garantire una maggiore stabilità e certezza del diritto. Sono previsti, in particolare, la disciplina dell'abuso del diritto, meccanismi premiali per i contribuenti più affidabili e la revisione del sistema delle sanzioni. In un'economia globalizzata diviene cruciale, al fine del contrasto dell'elusione, lo scambio automatico di informazioni tra amministrazioni finanziarie dei diversi paesi.

*Riguardo alle misure di contrasto all'evasione dell'IVA, la delega prevede l'incentivo (accompagnato da una semplificazione degli adempimenti) all'utilizzo della moneta elettronica, della fatturazione elettronica e della trasmissione telematica dei corrispettivi, potenziando la tracciabilità delle operazioni e dei pagamenti. Inoltre contempla un più ampio ricorso all'inversione contabile (per effetto della quale il destinatario di una cessione di beni o prestazione di servizi, se soggetto passivo nel territorio dello Stato, è tenuto all'assolvimento dell'imposta in luogo del cedente o prestatore); alla luce delle nuove disposizioni europee sarà possibile dare attuazione a tale meccanismo in tempi brevi. Viene anche previsto il miglioramento degli strumenti per misurare e monitorare il fenomeno dell'evasione fiscale. In particolare, dovrà essere utilizzata una metodologia di rilevazione sistematica dell'evasione basata sul confronto tra i dati di contabilità nazionale e quelli acquisiti dall'anagrafe tributaria, utilizzando criteri trasparenti e stabili nel tempo (cfr. S. Chiri e P. Sestito, Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli organismi della fiscalità e sul rapporto tra contribuenti e fisco, testimonianza presso il Senato della Repubblica, Roma, 5 marzo 2014).*

I costi e la produttività delle imprese e l'efficacia dei meccanismi di allocazione delle risorse sono influenzati in misura considerevole dalla qualità del contesto istituzionale. Per gli operatori economici è essenziale poter contare su: (a) un quadro di regole chiare, certe e stabili; (b) una regolamentazione amministrativa che nella tutela degli interessi generali non imponga costi eccessivi; (c) una Pubblica amministrazione (PA) in grado di fornire risposte tempestive e di qualità a costi non elevati; (d) un sistema efficiente di tutela dei contratti e della legalità.

Sotto tutti questi aspetti le condizioni del fare impresa nel nostro paese appaiono tuttora poco favorevoli nel confronto internazionale (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali* nella Relazione sull'anno 2012).

*La semplificazione normativa e amministrativa.* – Con finalità di semplificazione normativa e amministrativa il Governo si è impegnato ad avviare un processo di revisione della regolamentazione, di riforma della conferenza di servizi e del sistema delle autorizzazioni.

In materia di semplificazioni, gli strumenti, le metodologie e le buone pratiche sono note e disponibili, ma spesso l'azione incontra difficoltà e rallentamenti, riflesso di una non chiara definizione delle priorità e, talvolta, dell'insufficiente disponibilità di risorse umane e tecnologiche. Negli ultimi anni sono stati compiuti molti progressi, ma permangono ritardi nel passaggio dalle norme generali a quelle di attuazione e nella loro concreta applicazione da parte delle amministrazioni.

*Secondo l'indagine condotta dal Ministero dello Sviluppo economico, in collaborazione con Unioncamere e Infocamere, nel 2013 gli sportelli unici per le attività produttive (SUAP), previsti nelle modalità attuali fin dal 2008, non erano stati ancora istituiti nel 5 per cento dei comuni italiani; ove presenti, in oltre un terzo dei casi non svolgevano la prevista attività di coordinamento per i procedimenti che coinvolgono enti diversi. Secondo l'indagine Invind, circa il 60 per cento delle aziende interessate a partecipare alle gare per la fornitura di beni e servizi alla PA lamenta l'esistenza di ostacoli, tra i quali l'incertezza sui pagamenti e la complessità delle procedure sono fra i più significativi.*

*Al 31 dicembre 2013 risultavano adottati solo 21 dei 51 provvedimenti attuativi previsti dal decreto "semplifica Italia" (decreto legge 9 febbraio 2012, n. 5, convertito dalla legge 4 aprile 2012, n. 35). Tra le misure più rilevanti, non è stato ancora adottato il Programma 2012-15 per la misurazione e la riduzione dei tempi dei procedimenti amministrativi e degli oneri regolatori gravanti su imprese e su cittadini, ivi inclusi gli oneri amministrativi; in febbraio è stata definita la sola intesa in Conferenza unificata sul relativo schema di decreto. Secondo le relazioni del Dipartimento della Funzione pubblica sull'attuazione delle disposizioni sul bilancio degli oneri (legge 11 novembre 2011, n. 180), su 20 amministrazioni solo 14 hanno trasmesso la relazione annuale sul bilancio relativo agli atti normativi approvati nel 2013; di queste, 8 non hanno fornito una stima degli oneri e 5 hanno comunicato che gli atti adottati non hanno introdotto o eliminato oneri.*

Il ricorso a maggiori automatismi negli iter procedurali e la previsione di incentivi e sanzioni in capo alle amministrazioni potrebbero aiutare a contrastare inerzie e resistenze. La semplificazione amministrativa non può, tuttavia, procedere oltre un certo stadio se non inserita in un processo più ampio di revisione organizzativa e di informatizzazione delle amministrazioni.

*La Pubblica amministrazione.* – Il Governo si pone l'obiettivo centrale di restituire efficienza ed efficacia alla PA. Le principali direttrici dell'intervento sono: la riforma della dirigenza pubblica; un piano nazionale di mobilità volto a una più razionale distribuzione delle risorse umane; un programma di ricambio generazionale; la digitalizzazione. Le concrete modalità con le quali tali direttrici saranno declinate sono cruciali per il successo dell'azione di riforma.

Un rafforzamento della responsabilizzazione dei dirigenti pubblici rispetto ai risultati complessivi delle organizzazioni di appartenenza è un elemento fondamentale della riforma della PA; richiede indipendenza nella misurazione della performance e massima trasparenza nella nomina e valutazione dei dirigenti stessi. La maggiore responsabilizzazione deve accompagnarsi a una riduzione delle prescrizioni procedurali e

all'attribuzione ai dirigenti di una più ampia autonomia gestionale, nonché a una revisione dei meccanismi di accesso che favorisca l'ingresso di professionalità diversificate e l'innalzamento delle competenze manageriali.

Una revisione dell'articolazione organizzativa e territoriale delle amministrazioni – che superi il tradizionale schema su base provinciale e razionalizzi il numero degli enti – e una maggiore mobilità dei lavoratori sono necessarie per rendere più efficiente la distribuzione delle risorse umane. Ciò presuppone la quantificazione delle effettive esigenze di personale (fabbisogni standard) e la rimozione degli attuali vincoli e disincentivi alla mobilità volontaria, anche legati alla presenza di una struttura retributiva differenziata a parità di funzioni, e alla mobilità obbligatoria.

*I flussi di mobilità nel pubblico impiego sono molto contenuti, soprattutto tra i diversi comparti. Secondo le stime dell'Agenzia per la rappresentanza negoziale delle Pubbliche amministrazioni, nel 2010 la mobilità permanente nell'ambito dello stesso comparto ha interessato 33.944 dipendenti pubblici, l'1 per cento del totale, concentrati prevalentemente nel servizio sanitario nazionale e nelle regioni e autonomie locali; quella tra comparti solo 1.840 (0,1 per cento). La mobilità temporanea (comandi e distacchi) ha riguardato 12.153 dipendenti (0,4 per cento).*

Il ricambio generazionale favorirebbe l'acquisizione di nuove e più specializzate competenze e accrescerebbe l'efficacia di altri interventi, come quelli di digitalizzazione. Il raggiungimento di questi obiettivi, da realizzarsi nel rispetto delle compatibilità con l'attuale quadro di bilancio, presuppone un superamento delle inefficienze nelle procedure di reclutamento e nei meccanismi selettivi. L'individuazione di figure professionali specializzate, da selezionare tramite periodiche procedure concorsuali che valorizzino profili oggi carenti nella PA, potrebbe consentire un superamento delle rigidità e dei formalismi attuali. All'interno della compagine del personale pubblico andrebbero maggiormente valorizzate, sul piano retributivo, le competenze e il merito.

*Secondo i dati del conto annuale della Ragioneria generale dello Stato, al 2012 l'età media nel pubblico impiego era pari a 48 anni, 53 nella carriera prefettizia, 52 nei Ministeri e nella Presidenza del Consiglio dei ministri. Il dato italiano è elevato nel confronto internazionale: le rilevazioni dell'OCSE mostrano come, al 2009, nella media dei paesi membri la quota di dipendenti pubblici con un'età pari o superiore ai 50 anni fosse il 34 per cento, contro più del 50 in Italia.*

*Stime basate su dati del Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC) dell'OCSE, relativi ai lavoratori con età compresa tra 35 anni e 54 anni, mostrano 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.*

Nel processo di riorganizzazione delle strutture l'innovazione tecnologica può fornire un contributo importante, facilitando una maggiore trasparenza, lo svolgimento di esercizi valutativi comparativi e l'accountability delle amministrazioni.

*La corruzione.* – La corruzione pregiudica il funzionamento dell'economia, con costi rilevanti per i singoli, per il sistema produttivo e finanziario, per l'intera collettività. Tale fenomeno è percepito come diffuso nel nostro paese, mentre è scarsa la fiducia nell'azione di contrasto.

*Secondo l'indagine Eurobarometro 2013 sulla corruzione, il 97 per cento degli italiani ritiene che il fenomeno sia ampiamente diffuso nel Paese, contro una media europea del 76 per cento. L'indagine sui bilanci delle famiglie italiane rivela che, nell'interazione con la PA, in media gli*

*intervistati si aspettano di ricevere una richiesta di denaro o favori illeciti con una probabilità del 40 per cento (45 al Sud); la probabilità che un funzionario pubblico corrotto sia scoperto è, secondo gli intervistati, del 38 per cento, quella che a ciò si associ una pena detentiva per il reato commesso del 16 per cento.*

Sono stati recentemente rafforzati gli strumenti volti a contrastare la corruzione (legge 6 novembre 2012, n. 190); resta tuttavia ancora carente l'effettiva attuazione, ostacolata anche da un aggravio talvolta notevole di adempimenti burocratici per le amministrazioni.

*Dal Rapporto sul primo anno di attuazione della legge n. 190/2012 dell'Autorità nazionale anticorruzione e per la valutazione e la trasparenza delle Amministrazioni pubbliche (ANAC), emerge che, al 28 novembre 2013, il Responsabile della prevenzione della corruzione non era stato nominato in numerose amministrazioni; i tassi di mancata copertura erano particolarmente elevati tra gli enti locali (soprattutto quelli di minore dimensione), le agenzie fiscali e le aziende del sistema sanitario nazionale.*

Prevenire e reprimere la corruzione è un obiettivo del PNR. Le linee di intervento individuate – come il rafforzamento dei poteri dell'ANAC, la revisione della disciplina del processo penale, con particolare riferimento all'istituto della prescrizione, e l'introduzione del reato di autoriciclaggio – affrontano alcune delle debolezze attuali. L'introduzione di regole di trasparenza basate sul principio del pieno accesso ai documenti della PA, sull'esempio di alcuni paesi anglosassoni, può aiutare l'azione di contrasto.

*La giustizia civile.* – Raggiungere standard internazionali di efficienza della giustizia civile è prioritario.

*Secondo i dati forniti dal Ministero della Giustizia nel periodo luglio 2012-giugno 2013 la durata media stimata dei giudizi civili era superiore a 1.000 giorni in Corte d'appello, a 400 in tribunale. Rispetto al corrispondente periodo 2011-12, si è osservata una diminuzione del 2,5 per cento in Corte d'appello e del 6,4 per cento in tribunale.*

*Stime su dati della Centrale dei rischi indicano che una riduzione della durata delle procedure fallimentari di due anni e mezzo – pari alla differenza tra il settantacinquesimo e il venticinquesimo percentile della distribuzione della durata dei procedimenti – determinerebbe una riduzione del tasso di interesse sulle linee di credito di 15 punti base.*

Negli ultimi anni la giustizia civile è stata interessata da numerosi interventi di riforma finalizzati ad accrescere la produttività degli uffici giudiziari, attraverso la riorganizzazione territoriale e la creazione dei tribunali per le imprese, e a ridurre il contenzioso, prevedendo forme di mediazione obbligatoria e filtri all'appello e in Cassazione (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali* nella Relazione sull'anno 2012).

Le misure adottate sono di rilievo; l'introduzione di eventuali correttivi e nuovi interventi dovrebbe muovere dalla valutazione degli effetti prodotti. La litigiosità resta comunque elevata; numerosi sono i fattori che vi contribuiscono: alcuni hanno carattere trasversale (qualità della regolazione ed efficienza dell'azione pubblica), altri riguardano specifiche materie. La produttività degli uffici giudiziari beneficerebbe di sistemi più rigorosi di valutazione e confronto delle performance, nonché della diffusione delle buone pratiche organizzative sviluppate da quelli più virtuosi.

## ***Il contesto istituzionale: i provvedimenti del 2013***

*La semplificazione amministrativa.* – Nel 2013 sono state introdotte alcune nuove disposizioni per ridurre la durata dei procedimenti amministrativi; permangono tuttavia ritardi nell’attuazione di rilevanti misure adottate nel recente passato (cfr. il paragrafo: *I fattori della crescita e le riforme strutturali*).

*Il decreto del “fare” ha previsto che, in caso di mancato rispetto dei termini dei procedimenti per i quali sussista l’obbligo di emettere un provvedimento esplicito, i privati possano ottenere un indennizzo automatico e forfettario di 30 euro per ogni giorno di ritardo, fino a un massimo di 2.000 euro. Sono state inoltre introdotte misure di riduzione degli oneri burocratici, soprattutto in materia di edilizia, documento unico di regolarità contributiva (DURC), ambiente e fisco.*

*Il diritto societario.* – Con il decreto legge 28 giugno 2013, n. 76, convertito dalla legge 9 agosto 2013, n. 99, è stata portata da 10.000 a 1 euro la soglia di capitale sociale minimo richiesto per la costituzione di una società a responsabilità limitata (srl) ordinaria. Tale modifica ha completato l’allineamento dell’ordinamento italiano a quello dei principali paesi europei. La srl ordinaria con capitale minimo di 1 euro si affianca alla srl semplificata, introdotta nel 2012, con il medesimo requisito di capitale e per la cui costituzione è previsto uno statuto standard e inderogabile. Le misure hanno contribuito a limitare il calo della natalità di impresa.

*Secondo dati Infocamere al 9 maggio 2014 risultavano costituite – in forma pluripersonale e unipersonale – oltre 4.200 srl ordinarie con capitale sociale inferiore a 10.000 euro e circa 34.300 srl semplificate. Analisi econometriche mostrano come, grazie alle misure sulle srl, un maggior numero di imprese si sia costituito in forma societaria. La srl semplificata è stata scelta soprattutto da soggetti senza pregresse esperienze imprenditoriali; quella ordinaria, con basso capitale, è stata adottata più spesso in caso di attività prima svolte sotto forma di imprese individuali o società di persone. Entrambe le nuove forme societarie si connotano per un più contenuto ricorso al credito bancario rispetto alla srl ordinaria con capitale pari o superiore a 10.000 euro, anche a causa del più ridotto capitale di rischio (pari in media a 1.738 euro per le srl semplificate e a 1.233 euro per le srl ordinarie con capitale inferiore a 10.000 euro).*

*Il diritto fallimentare.* – Con il decreto del “fare” sono stati apportati alcuni emendamenti alla disciplina del concordato preventivo “in bianco”, entrata in vigore nel 2012. Le misure, rafforzando gli obblighi informativi dell’impresa a beneficio dei creditori, sono volte a ridurre possibili abusi dello strumento.

*Elaborazioni su dati di Cerved Group mostrano che il 33,6 per cento delle imprese che aveva formulato istanza di concordato “in bianco” prima dell’entrata in vigore delle modifiche (primo semestre del 2013), aveva presentato un piano entro i nove mesi successivi; di queste almeno il 12,5 per cento non è riuscito a ritornare in bonis, avendo fatto successivamente ricorso ad altra procedura. Con le nuove misure si dispone che il debitore, insieme alla domanda, debba depositare l’elenco dei creditori e dei relativi crediti e fornire aggiornamenti mensili in merito alla propria situazione finanziaria. Il mancato adempimento di questi obblighi è sanzionato con l’inammissibilità della domanda. Le modifiche introdotte hanno determinato una riduzione delle istanze di concordato “in bianco”: nei tre trimestri successivi all’adozione del correttivo sono state presentate, in media, circa 828 domande a trimestre, a fronte delle circa 1.340 dei tre trimestri precedenti.*

*La giustizia civile.* – Con l’obiettivo di ridurre l’elevato arretrato delle cause civili è stata prevista l’immissione temporanea di personale di ausilio ai magistrati ordinari nelle Corti d’appello e in Cassazione; per sopperire alle carenze di personale amministrativo degli uffici giudiziari sono state introdotte forme di mobilità agevolata.

*Il decreto del “fare” ha previsto, per le Corti d’appello, un reclutamento straordinario di giudici onorari sino a un massimo di 400 unità e per la Corte di cassazione l’inserimento temporaneo di 30 magistrati. Il decreto legge 31 agosto 2013, n. 102, convertito dalla legge 28 ottobre 2013, n. 124, ha stabilito la possibilità di passaggio diretto a domanda presso il Ministero della Giustizia per il personale delle amministrazioni che presentano situazioni di eccedenza. L’immissione temporanea di personale di ausilio ai magistrati può essere efficace a condizione che la riduzione dei carichi di lavoro si accompagni a modalità più efficienti di organizzazione del lavoro negli uffici.*

Per ridurre il contenzioso è stato reintrodotta il tentativo obbligatorio di conciliazione per alcune tipologie di controversie civili e commerciali (decreto del “fare”). Diminuzioni significative della litigiosità si osservano per alcune tipologie di procedimenti interessati negli anni scorsi da specifici interventi con finalità deflattiva del contenzioso.

*Rispetto alle previsioni del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28, dichiarate incostituzionali nel dicembre 2012, la nuova disciplina della mediazione: rafforza il ruolo degli avvocati; esclude le controversie sulla responsabilità per danno derivante da circolazione, per le quali lo strumento non si era rivelato efficace; riduce i costi e i tempi della mediazione. I giudizi per il riconoscimento dei danni derivanti dall’eccessiva durata dei processi (legge Pinto), oggetto di revisione dal punto di vista procedurale nel 2012, si sono ridotti di circa due terzi nel primo semestre del 2013 rispetto all’ultimo del 2012. Una consistente diminuzione ha riguardato anche il contenzioso previdenziale, oggetto di specifico intervento legislativo nel luglio 2011 (-23 per cento tra il secondo semestre del 2012 e il primo del 2013, rispetto allo stesso periodo degli anni precedenti).*

*Le infrastrutture.* – A integrazione degli interventi varati negli anni scorsi (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali* nella Relazione sull’anno 2012), con il decreto del “fare” sono state adottate ulteriori misure volte a favorire la realizzazione di infrastrutture, in particolare destinando una parte della dotazione finanziaria prevista per alcune grandi opere, ancora in attesa di autorizzazioni e avanzamenti progettuali, a interventi già con progetti esecutivi. Inoltre il DL 66/2014 ha rafforzato le misure per favorire una gestione aggregata delle gare. Sulla realizzazione delle opere continuano tuttavia a incidere l’incertezza del quadro di bilancio e le carenze nei processi di valutazione e selezione degli interventi. La concreta operatività di rilevanti misure adottate negli anni passati è stata più volte posposta.

*Il Ministero delle Infrastrutture e dei trasporti ha istituito (per il quadriennio 2013-17) il Fondo sblocca-cantieri, con una dotazione di 2.069 milioni di euro, per consentire la continuità dei cantieri in corso o per l’avvio di nuovi lavori, prelevando risorse dalla dotazione prevista per alcune grandi opere. Il DL 66/2014 ha esteso a tutti i Comuni che non siano capoluogo di provincia l’obbligo di affidare a un’unica centrale di committenza l’aggiudicazione delle commesse pubbliche. Tale obbligo era stato previsto fin dal 2012 per i soli Comuni fino a 5.000 abitanti, ma la sua concreta operatività è stata più volte rinviata. Risulta inoltre problematica l’ulteriore proroga al 31 dicembre 2015 (pure contenuta nel decreto del “fare”) della possibilità di ricorrere a meccanismi automatici di esclusione delle offerte anormalmente basse per tutti gli appalti di valore inferiore alla soglia comunitaria: si stima che l’abbandono di tali meccanismi, con il passaggio a una verifica di congruità delle offerte in contraddittorio con gli interessati, comporti risparmi per le stazioni appaltanti di circa l’8 per cento del prezzo a base d’asta.*

Nel 2013 sono stati ampliati gli incentivi fiscali per stimolare la realizzazione degli interventi in partenariato pubblico-privato e varate misure per favorire un maggiore coinvolgimento degli istituti finanziatori nelle fasi antecedenti l’aggiudicazione del contratto. Rimangono da affrontare le carenze relative alla predisposizione dei contratti e al monitoraggio delle iniziative, cruciali per assicurare l’efficiente esecuzione e gestione delle opere.

Tavola 9.1

Valore aggiunto e produttività del lavoro per settore di attività economica (quote e variazioni percentuali medie annue)										
SETTORI	Quota sul valore aggiunto totale (1)		Valore aggiunto (2)				Produttività (3)			
	2007	2013	2001-2007	2008-2013	2012	2013	2001-2007	2008-2013	2012	2013
<b>Agricoltura</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Industria</b>	<b>27,2</b>	<b>23,9</b>	<b>1,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>
Industria in senso stretto	20,8	18,3	0,8	-3,0	-3,0	-3,2	0,8	0,0	-0,2	-2,1
Industria estrattiva	0,4	0,3	-1,2	-2,9	3,1	-6,3	-0,9	0,4	11,1	-4,7
Industria manifatturiera	18,3	15,5	0,8	-3,2	-3,5	-3,1	0,9	0,0	-0,5	-1,9
Alimentare	1,8	1,9	-0,6	-0,6	0,9	-1,5	-1,0	0,6	1,9	0,7
Tessile, abbigliamento e pelle	1,9	1,6	-2,0	-2,6	-6,0	-2,0	0,7	1,4	-4,2	-0,5
Legno, carta, editoria	1,2	0,9	-0,3	-5,0	-9,1	-6,7	0,7	-0,9	-3,4	-4,2
Coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (4)	0,4	0,1	-4,0	-2,4	-3,5	....	-3,8	-0,1	1,6	....
Prodotti chimici	0,7	0,7	-0,9	-3,4	-5,0	-2,2	-0,2	-1,6	-3,4	-0,1
Prodotti farmaceutici	0,4	0,5	2,7	3,1	5,9	4,3	3,4	4,0	8,3	-1,9
Gomma, plastica e lavorazione di minerali non metalliferi	1,8	1,3	0,9	-4,7	-7,7	-3,6	1,3	0,6	-1,2	0,4
Metallurgia e prodotti in metallo	3,3	2,5	2,7	-4,1	-5,6	-2,0	1,3	-0,5	-0,9	-0,2
Computer e prodotti di elettronica e ottica	0,7	0,8	1,2	-2,0	1,8	1,4	0,8	-0,2	3,8	0,0
Apparecchiature elettriche	0,8	0,8	2,4	-1,8	-5,5	0,7	1,9	1,3	-1,4	-0,9
Macchinari e apparecchiature	2,3	2,1	2,5	-2,5	-3,0	-4,2	1,3	-0,8	-3,1	-2,2
Mezzi di trasporto	1,1	0,9	0,5	-4,6	-4,0	-2,2	0,8	-1,1	-0,8	-6,3
Mobili, altre industrie, riparazioni e installazioni	1,8	1,5	1,0	-5,8	-7,0	-3,9	0,3	-2,3	-4,7	-3,4
Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	1,5	1,5	1,8	-1,6	-0,5	-5,5	4,1	-1,1	-1,5	-6,2
Acque, reti fognarie, rifiuti	0,7	1,0	0,0	-1,3	0,7	1,4	-2,4	-2,1	0,3	0,2
Costruzioni	6,3	5,6	2,5	-5,1	-5,6	-5,9	-0,9	-1,2	0,9	4,4
<b>Servizi</b>	<b>70,8</b>	<b>74,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,5</b>
di cui:										
<i>commercio e riparazioni</i>	11,0	10,7	0,5	-2,0	-3,4	-2,2	0,4	-0,4	-2,3	1,9
<i>trasporti e magazzinaggio</i>	5,5	6,0	1,4	-2,8	-5,7	-2,2	0,3	-1,3	-3,1	-1,2
<i>alberghi e ristoranti</i>	4,1	4,2	0,4	-0,5	-1,0	-2,0	-2,1	-0,1	-1,8	-0,6
<i>informazione e comunicazione</i>	4,5	3,9	4,4	-0,4	-2,0	-4,3	2,9	-0,1	-2,3	-5,7
<i>attività finanziarie</i>	5,3	5,5	3,2	2,2	0,7	1,5	2,0	2,6	0,5	3,6
<i>attività immobiliari</i>	12,6	14,3	1,0	-0,2	-0,7	0,4	-2,1	1,3	3,9	3,2
<i>attività professionali</i>	6,0	6,1	0,5	-1,9	-2,7	1,6	-1,6	-2,3	-3,4	1,8
<i>amministrative e di supporto</i>	2,5	2,7	4,0	-1,1	-1,5	-2,1	-1,6	-2,9	-3,4	-3,7
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,4</b>

Fonte: Istat, *Conti economici nazionali*.  
(1) Ai prezzi base; valori a prezzi correnti. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Ai prezzi base; quantità a prezzi concatenati; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (3) Valore aggiunto ai prezzi base per ore lavorate; quantità a prezzi concatenati; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (4) Il 2013 non è disponibile; il dato medio è calcolato sul periodo 2008-2012.

## 10. IL MERCATO DEL LAVORO

Il calo dell'occupazione si è intensificato nel 2013, seguendo il peggioramento delle condizioni congiunturali. Il numero di occupati è sceso del 2 per cento; rispetto al massimo raggiunto nel 2008, la flessione è stata di 1,1 milioni di persone (il 4,3 per cento). I giovani hanno risentito degli effetti della congiuntura avversa in misura più marcata rispetto ai lavoratori adulti. Secondo dati preliminari, la contrazione dell'occupazione si sarebbe pressoché arrestata nei primi tre mesi del 2014.

Nel 2013 si è interrotta la diminuzione delle ore lavorate per addetto, rimaste stabili per effetto della riduzione nell'utilizzo della Cassa integrazione guadagni (CIG), bilanciata dalla riduzione delle ore di straordinario e dall'ulteriore ricomposizione dell'occupazione verso impieghi a tempo parziale. Una quota crescente delle occupazioni a orario ridotto ha riguardato lavoratori che vi ripiegano in mancanza di quelle a tempo pieno.

Il tasso di disoccupazione è salito al 12,2 per cento in media d'anno e ha toccato il 12,7 nei primi tre mesi del 2014, nove decimi in più che nell'area dell'euro. L'aumento è stato limitato dall'incremento di coloro che, pur disponibili a lavorare, dichiarano di aver smesso di cercare un'occupazione in quanto scoraggiati.

La crescita delle retribuzioni è stata in linea con quella, modesta, dei prezzi al consumo: l'aumento nel settore privato (1,9 per cento) è stato più sostenuto nell'industria che nei servizi. Nel settore pubblico le retribuzioni nominali sono rimaste stabili, per effetto del blocco della contrattazione e del congelamento delle progressioni stipendiali. Dall'avvio della fase recessiva, nel 2008, le retribuzioni per ora lavorata in termini reali sono diminuite dell'1,3 per cento.

### *Occupazione e ore lavorate*

Secondo i conti nazionali nella media del 2013 il numero di occupati è diminuito del 2 per cento rispetto a un anno prima (tav. 10.1 e fig. 10.1), la flessione più marcata dal 1993.

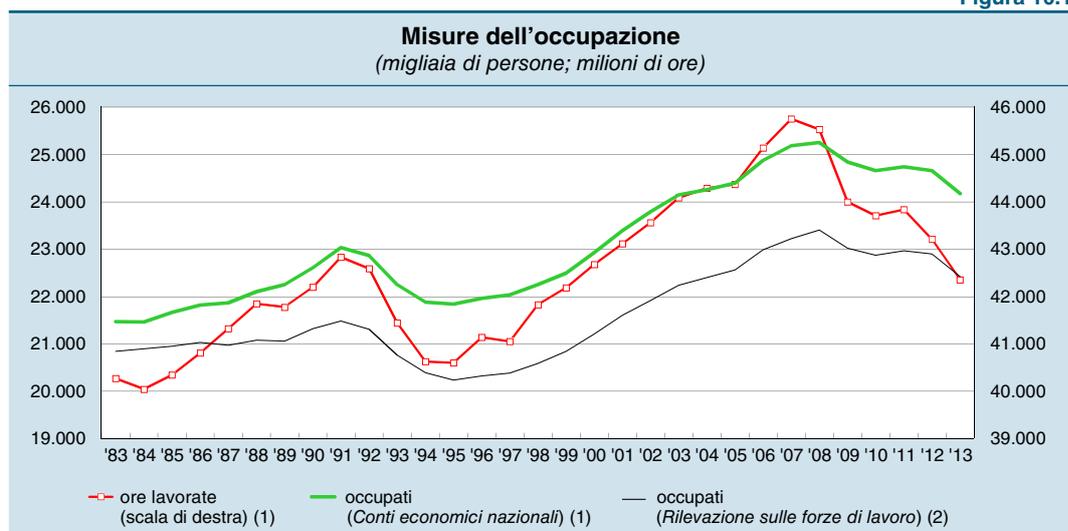
*Secondo nostre stime i flussi in uscita dall'impiego (da occupazione a non occupazione), che negli anni precedenti avevano avuto limitate oscillazioni restando intorno al 7,5 per cento dello stock di occupati, sono aumentati all'8,6 per cento nel 2013. Nelle precedenti fasi della crisi le variazioni dell'occupazione avevano seguito in maggior misura gli andamenti dei flussi in entrata (da non occupazione a occupazione); questi, dopo aver toccato un minimo nel 2009 (6,6 per cento dello stock di occupati nel 2008), erano risaliti nel triennio 2010-12, per poi scendere nuovamente lo scorso anno (6,8 per cento).*

Tavola 10.1

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana (1) (quote e variazioni percentuali)								
SETTORI	Occupati		Unità standard		Ore lavorate		Posizioni lavorative	
	Quote	Variazione (2)	Quote	Variazione (2)	Quote	Variazione (2)	Quote	Variazione (2)
	2013	2012-13	2013	2012-13	2013	2012-13	2013	2012-13
<b>Agricoltura, silvicoltura e pesca</b>	<b>3,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,6</b>
<b>Industria in senso stretto</b>	<b>19,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>18,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>17,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>16,3</b>	<b>-1,7</b>
Attività estrattiva	0,1	-1,9	0,1	-2,3	0,1	-1,8	0,1	-1,9
Attività manifatturiere	17,8	-1,8	16,9	-1,6	16,7	-1,3	15,2	-1,8
Fornitura energia, gas, acqua; reti fognarie e trattamento rifiuti	1,2	0,6	1,2	0,8	1,1	1,1	1,0	0,7
<b>Costruzioni</b>	<b>6,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>7,0</b>	<b>-9,0</b>	<b>6,8</b>	<b>-9,9</b>	<b>6,5</b>	<b>-8,0</b>
<b>Servizi</b>	<b>70,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>69,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>70,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>71,3</b>	<b>-0,7</b>
Commercio e riparazioni di autoveicoli e motocicli	14,5	-2,8	14,2	-3,6	15,4	-4,0	13,0	-2,7
Servizi di alloggio e ristorazione	5,5	-1,6	6,4	-1,3	7,0	-1,4	8,0	0,9
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,9	-1,1	8,6	-0,5	8,1	-0,3	9,5	-0,8
Attività finanziarie e assicurative	2,6	-2,3	2,6	-2,5	2,4	-2,0	2,3	-2,2
Servizi vari a imprese e famiglie (3)	12,3	0,5	12,0	0,3	12,5	0,4	11,8	0,5
Amministrazione pubblica (4)	5,3	-1,3	5,5	-1,3	4,5	-1,5	4,5	-1,3
Istruzione	5,9	0,3	5,9	0,3	4,2	0,1	5,1	0,2
Sanità	6,8	-2,4	6,7	-2,2	6,1	-2,5	6,0	-2,5
Altri servizi pubblici, sociali e personali	3,9	-1,7	3,8	-0,8	3,9	-0,8	3,5	-1,5
Attività di famiglie e convivenze	6,8	-0,4	4,2	0,7	6,2	0,6	7,6	1,0
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,5</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti economici nazionali*.  
 (1) L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. – (2) Variazione dei livelli tra il 2013 e il 2012. – (3) Attività immobiliari, professionali, scientifiche e tecniche, amministrative e di supporto. – (4) Include difesa e assicurazione sociale obbligatoria.

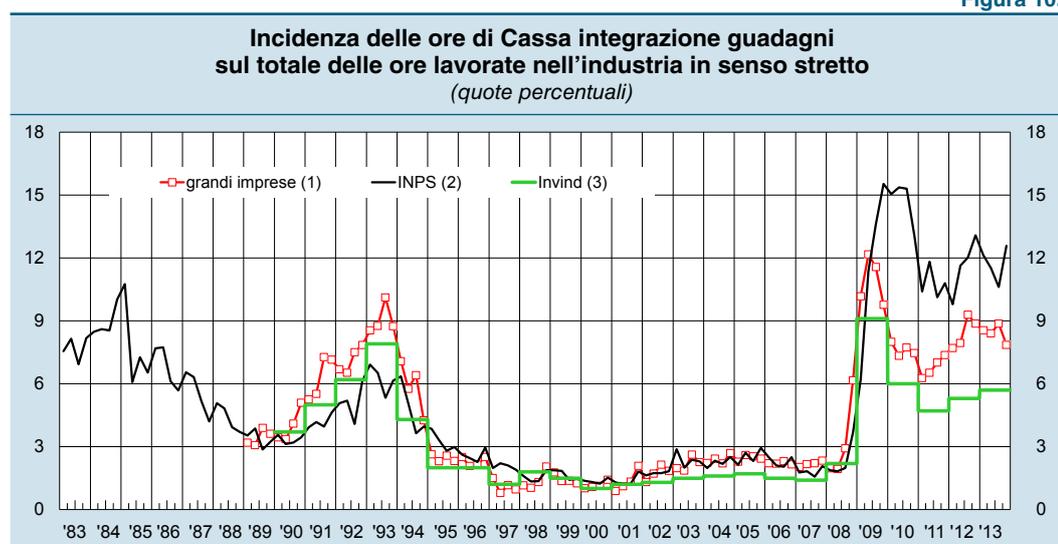
Figura 10.1



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

Le ore per addetto sono rimaste invariate. La riduzione delle ore di straordinario e l'ulteriore ricomposizione dell'occupazione, pur meno intensa che in passato, verso impieghi a orario ridotto sono state bilanciate dal minore ricorso alla CIG (1,4 per cento). La forte flessione della componente in deroga (-22,9 per cento), che rappresenta circa un quarto del totale delle ore di CIG autorizzate nel 2013, è stata compensata dall'aumento delle componenti ordinaria e straordinaria (2,4 e 14,6 per cento, rispettivamente). Nell'industria in senso stretto l'incidenza della CIG sul totale delle ore lavorate è rimasta stabile (fig. 10.2). Secondo stime dell'INPS le imprese avrebbero effettivamente utilizzato circa la metà delle ore autorizzate, sostanzialmente in linea con quanto rilevato negli anni precedenti.

Figura 10.2



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

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

*Le ore lavorate rispondono con maggiore rapidità alle condizioni cicliche dell'economia rispetto al numero di occupati. Sulla base di valutazioni effettuate con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia, tra il 2003 e il 2013 l'aggiustamento dell'input di lavoro all'andamento dell'attività è divenuto significativamente più rapido rispetto al decennio precedente. Nel complesso dell'economia, l'80 per cento dell'adeguamento delle ore lavorate a variazioni del livello di attività si completa in soli 3 trimestri contro i 12 degli anni novanta; si sono ridotti anche i tempi di adeguamento del numero di occupati, ma in misura decisamente minore, da 14 a 12 trimestri (cfr. il riquadro: La risposta dell'occupazione all'andamento dell'attività economica in Italia, in Bollettino economico, n. 2, 2014).*

Sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat (tav. 10.2), la contrazione dell'input di lavoro ha interessato sia il lavoro dipendente sia quello indipendente (-1,9 e -2,5 per cento, rispettivamente). Tra i dipendenti è proseguita – meno intensamente che in passato – la ricomposizione dell'occupazione dal tempo pieno, diminuito del 3 per cento rispetto al 2012, all'orario ridotto, cresciuto del 2,8. Rispetto al 2008 l'occupazione a orario ridotto è aumentata del 24 per cento, quella a tempo pieno è scesa dell'8.

*La forte espansione dell'occupazione a tempo parziale è trainata dall'aumento del cosiddetto part-time involontario – ovvero di posizioni a orario ridotto accettate in mancanza di occupazioni a tempo pieno – che, aumentato del 9,3 per cento nel 2013, rappresenta oggi i due terzi dei dipendenti a tempo parziale contro meno della metà nel 2008.*

Tavola 10.2

Struttura dell'occupazione nel 2013 (1) (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro-Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2012-2013	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2012-2013	Migliaia di persone	Variazioni percentuali 2012-2013
<b>Occupati dipendenti</b>	<b>12.552</b>	<b>-1,1</b>	<b>4.326</b>	<b>-4,2</b>	<b>16.878</b>	<b>-1,9</b>
Permanenti	11.070	-0,4	3.578	-3,8	14.649	-1,3
a tempo pieno	9.099	-1,5	2.994	-5,5	12.093	-2,5
a tempo parziale	1.971	4,8	584	6,1	2.556	5,1
Temporanei	1.482	-6,1	748	-6,2	2.229	-6,1
a tempo pieno	1.068	-5,9	524	-7,3	1.592	-6,4
a tempo parziale	414	-6,5	224	-3,6	638	-5,5
<b>Occupati indipendenti</b>	<b>3.969</b>	<b>-1,3</b>	<b>1.573</b>	<b>-5,4</b>	<b>5.542</b>	<b>-2,5</b>
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.402	-0,4	1.401	-4,0	4.803	-1,5
Coadiuvanti in imprese familiari	246	-1,2	73	-11,4	320	-3,7
Soci di cooperative	26	-17,8	12	-14,1	38	-16,7
Collaboratori coordinati	198	-17,1	61	-24,7	259	-19,0
Prestatori d'opera occasionali	97	11,7	26	-1,5	123	8,7
A tempo pieno	3.347	-2,3	1.375	-5,8	4.722	-3,4
A tempo parziale	623	4,5	197	-2,9	820	2,6
<b>Totale occupati</b>	<b>16.522</b>	<b>-1,2</b>	<b>5.899</b>	<b>-4,6</b>	<b>22.420</b>	<b>-2,1</b>

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

La marcata flessione dell'occupazione indipendente è dovuta principalmente alla riduzione del numero dei lavoratori in proprio e degli occupati con contratto di collaborazione; è invece aumentato il numero dei liberi professionisti e degli imprenditori.

*La riduzione del numero di contratti di collaborazione rispecchia una tendenza iniziata in concomitanza con l'entrata in vigore, nel luglio del 2012, della legge 28 giugno 2012, n. 92 (riforma Fornero). La nuova disciplina aveva delimitato l'utilizzo di tali contratti al fine di prevenire abusi e favorire il ricorso a forme di lavoro più stabili. Secondo le informazioni desumibili dalle Comunicazioni obbligatorie diffuse dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, il saldo tra attivazioni e cessazioni di contratti di collaborazione, positivo fino al 2011, sarebbe successivamente diventato negativo; nel 2013 i contratti cessati sono stati 50.000 in più di quelli attivati. Secondo nostre elaborazioni sui dati della Rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat, tale dinamica sarebbe attribuibile, in prevalenza, all'intensificarsi della flessione della domanda di lavoro comune a tutte le tipologie contrattuali; una piccola parte del calo comunque più intenso delle collaborazioni sarebbe ascrivibile a un aumento delle loro trasformazioni in rapporti di lavoro dipendente, sia a tempo determinato sia indeterminato.*

La flessione del numero degli occupati, comune a tutte le aree geografiche e ai diversi settori, è stata molto più intensa nel Mezzogiorno (-4,6 per cento, contro -1,2 nel Centro-Nord), nelle costruzioni e nella Pubblica amministrazione (-9,3 e -5,1 per

cento, rispettivamente). Anche i servizi privati, che nel triennio precedente avevano mantenuto un segno positivo, hanno subito una contrazione (-0,9 per cento).

Rispetto al picco raggiunto nel 2008, lo scorso anno il numero di occupati è risultato inferiore di oltre un milione di persone. Il calo nel quinquennio è attribuibile all'industria in senso stretto (-9,6 per cento), alle costruzioni (-19,9 per cento) e al commercio (-5,2 per cento). L'occupazione è invece aumentata nel complesso dei servizi privati (0,8 per cento), grazie al contributo dei comparti relativi alle attività alberghiere e di ristorazione e ai servizi alla persona. Nell'ultimo biennio si è verificata un'importante flessione dell'impiego nel settore della Pubblica amministrazione, difesa e assicurazioni sociali (-10 per cento), anche per effetto del blocco del turnover (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). La riduzione ha contribuito per sei decimi alla variazione complessiva del numero degli occupati osservata tra il 2008 e il 2013.

Secondo dati provvisori, il calo dell'occupazione si sarebbe quasi arrestato nei primi tre mesi del 2014. Le recenti rilevazioni delle aspettative delle imprese sull'occupazione sono in miglioramento rispetto al passato, rimanendo tuttavia orientate al pessimismo.

### *La composizione dell'occupazione residente*

Nel 2013 il numero di occupati residenti si è ridotto, nella media dell'anno, del 2,1 per cento (480.000 persone). Il tasso di occupazione delle persone di età compresa fra i 15 e i 64 anni è sceso al 55,6 per cento (56,8 per cento nel 2012) con una flessione maggiore per i maschi (dal 66,5 al 64,8), in particolare nelle classi d'età più giovani (-3,9 punti, tra i 15 e i 34 anni). Il tasso di occupazione è invece aumentato per gli individui tra i 55 e i 64 anni (2,3 punti, al 42,7 per cento), anche per effetto della riforma previdenziale approvata nel 2011.

*Secondo nostre stime relative ai maggiori paesi dell'area dell'euro, nel periodo 2006-2012 non vi sarebbe stata una relazione sistematica tra variazioni del tasso di occupazione degli individui tra i 55 e i 64 anni e cambiamenti della probabilità di essere occupati o disoccupati per i giovani tra i 25 e 34 anni. Questo risultato, che non dipende dalle differenze tra paesi nei livelli occupazionali e nelle condizioni cicliche, contrasta con l'opinione che un maggiore tasso di occupazione dei lavoratori più anziani diminuisca le possibilità di occupazione dei giovani.*

Il tasso di occupazione dei cittadini stranieri in età da lavoro è sceso in modo significativo, al 58,1 per cento, dal 60,6 per cento del 2012. Il calo ha interessato tutte le classi di età ed entrambi i sessi, risultando tuttavia maggiore per la componente maschile, concentrata in settori più colpiti dalla crisi.

*Tra il 2008 e il 2013 il tasso di occupazione degli stranieri si è ridotto di 9,0 punti percentuali, molto più di quanto avvenuto per gli italiani (-2,8 punti al 55,3 per cento). Il tasso di crescita annuale della popolazione straniera, che aveva raggiunto il 15,6 per cento nel 2008, è diminuito continuamente durante la crisi, attestandosi al 4,9 per cento nel 2013.*

La contrazione del tasso di occupazione è stata più intensa per gli individui con al massimo un diploma (cfr. il capitolo 11: *Istruzione e formazione nel sistema produttivo*), con una diminuzione concentrata esclusivamente nelle classi di età più giovani. Per i laureati, alla flessione per quelli di età compresa tra i 25 e i 34 anni si contrappone la stabilità per i più giovani e un aumento per quelli più maturi.

## L'offerta di lavoro e la disoccupazione

Dopo il forte aumento osservato nel 2012 il numero di persone attive nel mercato del lavoro è diminuito dello 0,4 per cento (100.000 unità); il tasso di attività per gli individui in età da lavoro si è ridotto di due decimi, al 63,5 per cento (tav. 10.3). Per gli uomini, il calo ha interessato tutte le classi di età, ma è stato maggiore per i giovani tra i 15 e i 34 anni. Anche tra le donne si è registrata una flessione in questa fascia di età, più che compensata dall'aumento dell'offerta nelle classi di età successive.

Tavola 10.3

Offerta di lavoro nel 2013 (migliaia di persone e valori percentuali)						
VOCI	Centro-Nord		Sud e Isole		Italia	
	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2012-2013 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2012-2013 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2012-2013 (2)
<b>Forze di lavoro</b>	<b>18.184</b>	<b>0,0</b>	<b>7.349</b>	<b>-1,5</b>	<b>25.533</b>	<b>-0,4</b>
femmine	7.996	0,6	2.745	-1,3	10.741	0,1
maschi	10.188	-0,4	4.604	-1,6	14.792	-0,8
italiani	15.715	-0,7	6.969	-1,8	22.684	-1,1
stranieri	2.469	5,0	380	4,0	2.849	4,9
<b>Totale occupati</b>	<b>16.522</b>	<b>-1,2</b>	<b>5.899</b>	<b>-4,6</b>	<b>22.420</b>	<b>-2,1</b>
femmine	7.174	-0,6	2.156	-3,9	9.330	-1,4
maschi	9.347	-1,7	3.743	-4,9	13.090	-2,6
italiani	14.478	-1,5	5.586	-4,8	20.064	-2,4
stranieri	2.043	1,1	313	0,0	2.356	0,9
<b>In cerca di occupazione</b>	<b>1.663</b>	<b>13,7</b>	<b>1.450</b>	<b>13,2</b>	<b>3.113</b>	<b>13,4</b>
femmine	822	11,4	589	9,7	1.411	10,7
maschi	841	15,9	861	15,8	1.702	15,8
italiani	1.237	9,2	1.383	12,6	2.620	11,0
stranieri	426	29,0	67	27,9	493	28,8
<b>Tasso di partecipazione (15-64 anni)</b>	<b>69,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>52,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>63,5</b>	<b>-0,2</b>
femmine	61,6	0,3	39,0	-0,3	53,6	0,1
maschi	77,2	-0,4	66,3	-0,7	73,4	-0,5
italiani	69,1	-0,1	52,0	-0,5	62,7	-0,2
stranieri	71,6	0,1	62,6	-2,0	70,3	-0,3
<b>Tasso di occupazione (15-64 anni)</b>	<b>62,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>42,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>55,6</b>	<b>-1,1</b>
femmine	55,2	-0,4	30,6	-1,1	46,5	-0,6
maschi	70,7	-1,3	53,7	-2,5	64,8	-1,7
italiani	63,5	-0,6	41,6	-1,7	55,3	-1,0
stranieri	59,2	-2,3	51,5	-3,8	58,1	-2,5
<b>Tasso di disoccupazione</b>	<b>9,1</b>	<b>1,1</b>	<b>19,7</b>	<b>2,6</b>	<b>12,2</b>	<b>1,5</b>
femmine	10,3	1,0	21,5	2,1	13,1	1,3
maschi	8,3	1,2	18,7	2,8	11,5	1,7
italiani	7,9	0,7	19,8	2,5	11,5	1,3
stranieri	17,3	3,2	17,6	3,3	17,3	3,2
<b>Tasso di disoccupazione giovanile (15-24 anni)</b>	<b>33,7</b>	<b>4,8</b>	<b>51,6</b>	<b>4,7</b>	<b>40,0</b>	<b>4,7</b>
femmine	35,3	4,1	53,7	3,8	41,4	3,9
maschi	32,4	5,2	50,3	5,3	39,0	5,3
italiani	32,1	4,1	52,3	4,8	39,9	4,4
stranieri	40,7	7,6	38,1	2,3	40,4	6,9

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

*Il tasso di partecipazione delle donne in età da lavoro in Italia rimane il secondo più basso tra i 28 paesi dell'Unione europea. Vi contribuiscono la presenza di disincentivi all'offerta di lavoro determinati dalle caratteristiche del sistema fiscale e la scarsità dei servizi per l'infanzia. Il sistema di tassazione italiano contiene una serie di trasferimenti a supporto esclusivo delle famiglie monoreddito che indirettamente scoraggiano, incrementandone la tassazione di fatto, la partecipazione al mercato del lavoro di un eventuale secondo percettore, tipicamente il coniuge femminile (cfr. il capitolo 9: La struttura produttiva e le riforme). L'Italia si caratterizza anche per un'offerta bassa e costosa di servizi per l'infanzia. Secondo nostre stime la possibilità di anticipare l'accesso alla scuola per l'infanzia prevista dal decreto del Presidente della Repubblica 20 marzo 2009, n. 89 (un'alternativa a prezzo più contenuto rispetto agli asili nido) avrebbe contribuito a innalzare di cinque punti percentuali l'offerta di lavoro delle madri dei bambini interessati (circa 500.000). L'aumento ha riguardato, in particolare, le donne sposate e quelle meno istruite, tradizionalmente meno attive sul mercato del lavoro, e si è concentrato nelle regioni settentrionali.*

Secondo le evidenze desumibili dalla *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, la flessione del numero di persone attive è attribuibile in larga parte all'aumento di coloro che, pur disponibili a lavorare, dichiarano di aver smesso di cercare un'occupazione in quanto scoraggiati (155.000 persone). Questo incremento, il maggiore dal 2007, ha portato il numero degli scoraggiati a 1,4 milioni, 400.000 in più rispetto al 2008.

*Il numero di scoraggiati è aumentato costantemente durante la crisi, sia tra gli uomini sia tra le donne. L'offerta di lavoro delle donne sposate il cui marito ha perso il lavoro è tuttavia aumentata tra il 2008 e il 2012. L'effetto è presumibilmente legato all'intenzione di compensare la perdita attesa di reddito familiare in presenza di un marcato deterioramento delle aspettative sulla durata della disoccupazione e sul profilo dei redditi futuri del coniuge. Nell'anno appena trascorso tale effetto si è attenuato, anche a causa dell'estendersi delle difficoltà occupazionali ai settori dei servizi, dove sono tradizionalmente maggiori le opportunità occupazionali per le donne.*

Anche in presenza di una riduzione dell'offerta di lavoro, la forte contrazione degli occupati ha determinato un ulteriore incremento del numero di disoccupati, che nella media del 2013 sono stati pari a 3,1 milioni (370.000 unità in più sul 2012); il tasso di disoccupazione medio è salito al 12,2 per cento. L'incremento è stato maggiore tra le fasce di età più giovani. Tra gli individui di età compresa tra i 15 e i 24 anni, il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 40 per cento, quasi il doppio del valore osservato nel 2008; in questa fascia di età, in cui i tassi di partecipazione sono bassi per via dell'adesione a percorsi di studio, i disoccupati rappresentano il 10,9 per cento della popolazione. Nella fascia di età successiva (25-34 anni) il tasso di disoccupazione è aumentato di 2,8 punti, al 17,7 per cento (12,9 per cento in rapporto alla popolazione).

*In Italia e nel resto dell'Europa gli andamenti occupazionali dei giovani hanno risentito degli effetti della congiuntura avversa in misura più marcata rispetto a quelli dei lavoratori adulti. Nelle fasi recessive il calo della domanda di lavoro riduce le possibilità di ingresso nel mercato per chi, come i giovani, vi si affaccia per la prima volta e, specialmente nei paesi con una più elevata segmentazione delle forme contrattuali, riduce la probabilità di rinnovo e trasformazione degli impieghi a termine, più diffusi tra i giovani. L'aumento in Italia del tasso di disoccupazione giovanile dal 2008 è stato in linea con quanto prevedibile in base all'intensità della recessione (cfr. il riquadro: Le condizioni occupazionali dei giovani italiani durante la crisi, in Bollettino economico, n. 2, 2014).*

Nella media del 2013 circa un quarto dei disoccupati era occupato un anno prima, una percentuale invariata rispetto al 2012. È diminuito il flusso da inattività a disoccupazione, mentre è aumentata la quota di individui che permangono in uno stato di disoccupazione. La maggiore persistenza dello stato di disoccupazione si è riflessa nell'aumento dell'incidenza dei disoccupati da almeno dodici mesi sul totale dei

disoccupati (passata al 56 per cento, dal 52,4 nel 2012); dall'inizio della fase recessiva la loro quota è aumentata di 11 punti.

*L'allungamento della durata media della disoccupazione registrato dall'avvio della fase recessiva sembra riflettere la generalizzata debolezza della domanda più che un accresciuto disallineamento tra competenze domandate e offerte. Sebbene la probabilità di perdere l'impiego sia cresciuta in misura maggiore nell'industria, determinandovi mercati caldi occupazionali, la riduzione delle assunzioni ha riguardato la totalità dei settori, compreso quello dei servizi. La disoccupazione di lunga durata è aumentata per tutti i profili professionali, indipendentemente dal livello di esposizione alla crisi del settore di provenienza dei disoccupati.*

Nel primo trimestre del 2014 la sostanziale stabilità degli occupati e il ritorno a una lieve crescita dell'offerta di lavoro ha leggermente innalzato il tasso di disoccupazione (12,7 per cento, un decimo in più rispetto al periodo precedente).

### ***Le retribuzioni e il costo del lavoro***

Nel 2013 le retribuzioni per ora lavorata nell'intera economia sono aumentate dell'1,4 per cento, in linea con l'anno precedente (tav. 10.4); in termini reali, sono rimaste invariate, dopo il calo dell'1,6 per cento del 2012. Dall'avvio della fase recessiva, nel 2008, le retribuzioni per ora lavorata in termini reali sono diminuite dell'1,3 per cento.

Nel settore a prevalenza pubblico, le retribuzioni nominali hanno continuato a ristagnare per effetto del blocco della contrattazione e del congelamento delle progressioni stipendiali (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). L'aumento osservato nel settore privato è stato più sostenuto nell'industria (2,3 per cento) rispetto al complesso dei servizi privati.

*Secondo nostre elaborazioni tra il 2009 e il 2013 nel settore privato non agricolo gli aumenti dei livelli medi di istruzione, età e anzianità degli occupati hanno contribuito per circa un quinto alla crescita complessiva delle retribuzioni lorde orarie nominali (1,7 punti percentuali su un totale di 9 punti); gli effetti di riallocazione settoriale e geografica e la diversa incidenza di tipologie contrattuali (tempo determinato o parziale) hanno inciso solo marginalmente.*

Nel complesso dell'economia la dinamica delle retribuzioni di fatto è stata in linea con gli incrementi salariali stabiliti nei contratti collettivi. Gli aumenti dovuti agli effetti di composizione della manodopera sarebbero stati compensati da effetti di segno opposto dovuti alla compressione degli straordinari e delle componenti retributive definite a livello aziendale e individuale, più reattive alle condizioni cicliche e del mercato del lavoro.

*Le retribuzioni nominali stanno mantenendo un profilo di crescita positivo; nei prossimi mesi si attendono incrementi anche in termini reali. In seguito all'accordo quadro del 2009 (cfr. la Relazione sull'anno 2009), la parte economica dei contratti viene rinnovata con cadenza triennale, avendo come riferimento le previsioni dell'Istat sull'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) al netto del contributo dei prezzi dei beni energetici importati. Per i contratti rinnovati tra il 2012 e il 2013, gli aumenti sono stati stabiliti in base all'andamento dell'IPCA all'epoca previsto, che è risultato poi essere maggiore della dinamica inflattiva effettivamente osservata. Gli incrementi retributivi definiti in questi contratti contribuiranno positivamente alla dinamica reale delle retribuzioni fino alla loro scadenza. Nel biennio 2014-15 scadranno i contratti relativi a circa la metà del monte retributivo complessivo e gli aumenti terranno presumibilmente conto delle stime aggiornate dell'IPCA.*

Tavola 10.4

<b>Costo del lavoro e produttività in Italia</b> (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)									
ANNI	Valore aggiunto (1)	Ore di lavoro totali	Valore aggiunto per ora di lavoro (1)	Retribuzione per ora di lavoro dipendente	Costo del lavoro per ora di lavoro dipendente (2)	CLUP (2) (3)	Quota del lavoro sul valore aggiunto (2) (4)	Costo del lavoro reale per ora di lavoro dipendente (2) (5)	Retribuzione reale per ora di lavoro dipendente (6)
<i>Industria in senso stretto</i>									
1993-2007	1,2	-0,5	1,7	3,5	3,2	1,5	68,1	1,0	0,7
2008-2013	-3,0	-3,0	0,0	3,0	3,1	3,1	72,7	2,1	0,9
2009	-15,1	-10,3	-5,3	3,6	3,5	9,3	72,8	-0,7	2,8
2010	6,0	-2,0	8,2	3,4	3,1	-4,8	70,8	5,4	1,9
2011	1,5	0,3	1,2	2,8	2,8	1,6	72,5	3,5	0,0
2012	-3,0	-2,8	-0,2	3,1	2,8	3,0	75,0	3,3	0,0
2013	-3,2	-1,1	-2,1	1,5	1,7	3,9	75,9	-0,9	0,3
<i>Costruzioni</i>									
1993-2007	0,9	1,8	-0,9	2,5	2,2	3,1	73,3	-1,2	-0,3
2008-2013	-5,1	-3,9	-1,2	3,5	3,3	4,6	76,3	0,0	1,3
2009	-8,4	-1,5	-7,0	3,5	3,2	10,9	75,8	-1,6	2,7
2010	-3,1	-2,4	-0,7	3,2	2,9	3,6	78,9	3,4	1,7
2011	-4,5	-2,4	-2,2	3,8	3,4	5,7	78,8	-2,3	1,0
2012	-5,6	-6,4	0,9	3,0	2,4	1,5	77,2	-1,2	-0,1
2013	-5,9	-9,9	4,4	3,1	3,4	-1,0	75,7	2,5	1,9
<i>Servizi privati (7)</i>									
1993-2007	2,0	1,1	0,9	2,8	2,4	1,5	58,9	-0,6	0,0
2008-2013	-0,8	-0,6	-0,2	1,6	1,7	1,9	57,1	0,1	-0,5
2009	-3,9	-2,7	-1,2	1,9	1,7	2,9	56,9	-0,2	1,1
2010	1,6	0,0	1,6	2,5	2,5	0,9	57,4	2,4	0,9
2011	1,0	1,2	-0,1	0,9	1,0	1,1	57,2	-0,4	-1,9
2012	-2,0	-0,3	-1,7	1,4	1,0	2,8	57,6	-1,2	-1,6
2013	-0,9	-1,7	0,8	1,6	1,7	0,9	57,4	0,5	0,4
<i>Settore privato</i>									
1993-2007	1,7	0,4	1,2	3,1	2,7	1,5	64,4	0,0	0,3
2008-2013	-1,7	-1,7	0,0	2,3	2,3	2,3	64,3	0,7	0,2
2009	-7,0	-4,6	-2,6	2,6	2,3	5,0	64,3	-0,1	1,8
2010	2,2	-0,8	3,0	2,8	2,6	-0,4	64,4	3,1	1,2
2011	0,7	0,3	0,4	1,8	1,8	1,5	64,5	0,5	-1,0
2012	-2,6	-1,9	-0,7	2,3	1,9	2,6	65,0	0,1	-0,8
2013	-1,7	-2,3	0,6	1,9	2,0	1,4	64,9	0,4	0,6
<i>Totale economia</i>									
1993-2007	1,5	0,5	1,0	3,1	2,9	1,8	68,4	0,0	0,3
2008-2013	-1,4	-1,3	-0,1	1,8	1,8	2,0	68,3	0,4	-0,3
2009	-5,6	-3,4	-2,3	2,1	2,0	4,4	68,6	-0,3	1,3
2010	1,7	-0,7	2,4	2,3	2,3	-0,1	68,6	2,5	0,8
2011	0,6	0,3	0,3	0,8	1,0	0,6	68,3	-0,1	-2,0
2012	-2,2	-1,4	-0,7	1,4	1,2	2,0	68,7	-0,2	-1,6
2013	-1,6	-2,0	0,4	1,4	1,4	1,0	68,4	0,0	0,1

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

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

*Dall'avvio della fase recessiva l'adeguamento del costo del lavoro desumibile dai conti nazionali alla crescente disoccupazione è stato meno marcato che negli altri paesi più colpiti dalla crisi. Gli incrementi dei contratti nazionali rispecchiano significativamente le condizioni del mercato del lavoro al momento del rinnovo. L'aggiustamento dei livelli retributivi rispetto a mutazioni delle condizioni cicliche intervenute dopo la conclusione del negoziato è tuttavia limitato dalla durata triennale della parte economica dei contratti. A livello aziendale, mentre le condizioni del mercato del lavoro si riflettono nella probabilità di accordi che integrino i minimi nazionali, vi è una quota rilevante di imprese per le quali il livello retributivo fissato dal contratto collettivo nazionale di riferimento sembrerebbe rappresentare un vincolo stringente per l'aggiustamento verso il basso del costo del lavoro.*

Nel 2013 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ha rallentato sia per il totale dell'economia (all'1,0 per cento) sia per il settore privato (1,4). Nell'industria in senso stretto, dove invece ha accelerato (al 3,9 per cento, dal 3,0 per cento nel 2012), il CLUP ha risentito della flessione della produttività in atto dal 2012, dopo i forti recuperi che avevano caratterizzato il biennio 2010-11.

*Dall'introduzione dell'euro il costo del lavoro ha avuto dinamiche differenziate tra paesi e nelle diverse fasi cicliche; tra il 2002 e il 2007 è cresciuto in Spagna del 3,9 per cento all'anno (0,5, 1,1 e 2,8 punti più che in Francia, Italia e Germania). Dal 2008 la crescita è stata invece più sostenuta in Germania e Francia (2,4 e 2,3 punti l'anno) che in Spagna e Italia (2,0 e 1,8 punti). In presenza di una produttività stagnante, la moderata dinamica salariale in Italia ha determinato un aumento del CLUP (8,1 per cento), che si è invece ridotto significativamente in Spagna (-6,4 per cento), dove si è osservato un forte aumento del valore aggiunto per ora lavorata sostenuto anche dalla flessione dell'occupazione. In Francia e Germania la dinamica positiva della produttività (6,0 e 1,8 per cento, rispettivamente) ha contribuito al contenimento del CLUP, che è tuttavia aumentato (6,2 e 10,6 per cento).*

### ***Gli interventi in tema di regolamentazione del mercato del lavoro e le relazioni industriali***

La legge 9 agosto 2013, n. 99 ha rimosso alcune delle norme che, introdotte o rafforzate dalla riforma Fornero, erano percepite come particolarmente onerose dai datori di lavoro. In particolare: (a) è stato ridotto l'intervallo che deve intercorrere tra due contratti a tempo determinato stipulati tra un'impresa e uno stesso lavoratore; (b) è stato abolito il divieto di prorogare un contratto a tempo determinato stipulato senza specificarne la causale; (c) è stata introdotta la possibilità, per i contratti collettivi nazionali o aziendali, di individuare situazioni in cui non è richiesto di specificare la causale; (d) sono state eliminate alcune restrizioni sul lavoro intermittente, sul lavoro accessorio e sui contratti di collaborazione coordinata e continuativa.

*Con lo stesso provvedimento sono state introdotte misure di incentivo all'assunzione di lavoratori svantaggiati: ai datori di lavoro che assumono un giovane tra i 18 e i 29 anni con determinate caratteristiche viene corrisposto per un periodo di 18 mesi (12 mesi in caso di trasformazione di un contratto a termine in uno a tempo indeterminato) un contributo pari a un terzo della retribuzione lorda imponibile ai fini previdenziali, con un limite massimo di 650 euro mensili. Nel caso di assunzione a tempo pieno e indeterminato di un lavoratore percettore dell'assicurazione sociale per l'impiego introdotta dalla riforma Fornero (ASpI), al datore di lavoro è riconosciuto, per la durata residua dell'indennità, un contributo mensile pari alla metà del trattamento. Nei cinque mesi successivi all'introduzione della misura sono pervenute 14.000 richieste di incentivo, tra nuove assunzioni e trasformazioni di rapporti a termine, formulate da circa 10.000 datori di lavoro, un numero contenuto rispetto alle assunzioni che i fondi disponibili avrebbero permesso. L'incentivo è stato richiesto, in particolare, dalle imprese di maggiore dimensione; in rapporto alla popolazione di potenziali fruitori dell'incentivo, le istanze sono state più elevate nelle regioni ove più bassa è la disoccupazione giovanile. Secondo nostre stime la probabilità di richiedere il beneficio è nettamente superiore tra le imprese che*

*programmavano di aumentare l'occupazione già diversi mesi prima della sua introduzione; circa la metà degli incentivi richiesti tuttavia fa capo a imprese che all'inizio del 2013 avevano manifestato l'intenzione di ridurre l'occupazione e che potrebbero aver mutato i propri piani anche per via del contributo introdotto.*

Ulteriori iniziative sono state intraprese nei primi mesi del 2014 per semplificare la normativa relativa ai contratti a termine e all'apprendistato (legge 16 maggio 2014, n. 78). Per i contratti a termine è stato eliminato del tutto l'obbligo di specificare la causale, fonte di possibile contenzioso; è stata nel contempo introdotta una soglia massima per il ricorso a questo tipo di contratti (il 20 per cento degli occupati a tempo indeterminato), superata la quale il datore di lavoro sarà passibile di una sanzione pecuniaria. Per l'apprendistato sono stati semplificati gli adempimenti relativi alle attività di formazione; inoltre, la quota di apprendisti per i quali è previsto l'obbligo di stabilizzazione da parte dell'impresa è stata abbassata, e la sua applicabilità è stata limitata alle aziende con più di 50 dipendenti.

La disciplina relativa alla flessibilità in uscita non ha subito interventi. La riforma Fornero aveva reso meno stringente la disciplina dei licenziamenti individuali, circoscrivendo il perimetro della tutela reintegratoria e introducendo limiti massimi all'indennità da corrispondere al lavoratore. Era stata inoltre prevista una procedura di conciliazione preventiva per evitare l'insorgere del contenzioso. Infine, con l'obiettivo di contenere la durata dei giudizi relativi ai licenziamenti, la legge aveva anche previsto un rito speciale per tali controversie.

*L'analisi di un piccolo campione di provvedimenti dei tribunali del lavoro (circa l'1 per cento dei giudizi per estinzione del rapporto di lavoro in primo grado instaurati dopo l'entrata in vigore della riforma), indica una riduzione dell'ampiezza del ricorso alla tutela reintegratoria: in circa un terzo dei casi nei quali il licenziamento è stato dichiarato illegittimo, il datore di lavoro è stato condannato a pagare un risarcimento, mentre in precedenza avrebbe dovuto reintegrare il lavoratore. Si riscontra inoltre una parziale accelerazione nella durata dei giudizi, accompagnata da un aumento del numero totale delle cause di lavoro. Infatti, domande che in precedenza potevano essere introdotte unitamente a quella sul licenziamento, in quanto soggette al medesimo rito, devono ora essere proposte con ricorso separato, dando luogo a duplicazione di giudizi rispetto al passato (nel campione esaminato, circa il 40 per cento dei casi).*

Nel corso del 2013 è proseguito il percorso di riforma delle relazioni industriali avviato con l'accordo interconfederale del 2011. L'intesa unitaria sulla rappresentanza siglata nel maggio del 2013 ha definito criteri quantitativi per stabilire la legittimazione delle sigle sindacali alla contrattazione nazionale e ha previsto meccanismi di approvazione a maggioranza per assicurare l'esigibilità generale dei contratti collettivi nazionali. Il Testo unico sulla rappresentanza del gennaio del 2014 ha recepito, unificato e armonizzato i contenuti delle intese precedenti, stabilendo anche le modalità per la misurazione dei dati associativi a livello nazionale.

*Nel complesso le intese mirano a garantire una maggiore certezza delle regole, in particolare ancorando la misurazione della rappresentatività effettiva delle sigle sindacali a parametri oggettivi e prevedendo un criterio maggioritario per la valida sottoscrizione dei contratti di primo e secondo livello, nonché la loro effettiva esigibilità. Tuttavia molte di queste misure non sono state concretamente attuate anche perché – per via della loro natura contrattuale e non legislativa – vincolano esclusivamente i soggetti che vi aderiscono.*

## I differenziali retributivi e la distribuzione del reddito familiare

Secondo l'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta con cadenza biennale dalla Banca d'Italia, tra il 2010 e il 2012 le retribuzioni reali mensili pro capite dei lavoratori dipendenti a tempo pieno, al netto di imposte e contributi sociali, sono diminuite del 4,1 per cento. La quota di lavoratori a bassa retribuzione è salita di un punto percentuale, al 10,4 per cento. Per effetto dell'espansione del part-time, le retribuzioni nette medie per il totale dei lavoratori dipendenti sono diminuite del 5,8 per cento (tav. 10.5).

Tavola 10.5

Retribuzioni reali nette mensili in Italia (1)						
(valori in euro a prezzi 2012; valori assoluti e valori percentuali)						
VOCI	2002	2004	2006	2008	2010	2012
<b>Totale lavoratori dipendenti</b>						
Retribuzioni medie	1.526	1.556	1.578	1.528	1.525	1.436
<i>Maschi</i>	1.655	1.688	1.719	1.685	1.681	1.567
<i>Femmine</i>	1.341	1.368	1.390	1.326	1.328	1.273
<i>Centro-Nord</i>	1.583	1.619	1.641	1.593	1.593	1.486
<i>Sud e Isole</i>	1.383	1.385	1.412	1.366	1.352	1.310
Indice di Gini (2)	0,251	0,242	0,233	0,237	0,237	0,260
Rapporto interdecilico (3)	2,9	3,0	2,8	2,8	2,9	3,2
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	17,8	15,4	16,3	16,5	18,4	20,5
<i>Maschi</i>	10,6	9,7	10,0	9,2	10,4	13,8
<i>Femmine</i>	28,0	23,4	24,7	26,0	28,5	28,9
<i>Centro-Nord</i>	14,9	13,2	13,8	13,0	15,6	18,8
<i>Sud e Isole</i>	24,9	21,2	22,8	25,3	25,4	24,8
<b>Lavoratori dipendenti a tempo pieno</b>						
Retribuzioni medie	1.609	1.623	1.657	1.621	1.635	1.568
<i>Maschi</i>	1.689	1.709	1.744	1.719	1.722	1.643
<i>Femmine</i>	1.474	1.477	1.518	1.467	1.496	1.450
<i>Centro-Nord</i>	1.663	1.691	1.727	1.685	1.702	1.623
<i>Sud e Isole</i>	1.469	1.438	1.475	1.459	1.463	1.432
Indice di Gini (2)	0,228	0,225	0,212	0,212	0,206	0,227
Rapporto interdecilico (3)	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,4
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	11,3	10,0	10,0	9,0	9,4	10,4
<i>Maschi</i>	8,0	8,2	8,2	6,7	7,1	7,8
<i>Femmine</i>	16,9	13,0	12,7	12,7	13,2	14,3
<i>Centro-Nord</i>	8,6	7,5	7,2	5,8	7,0	8,4
<i>Sud e Isole</i>	18,4	16,7	17,1	17,1	15,7	15,0

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (Versione 8.0, gennaio 2014); cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

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

Tra il 2010 e il 2012 il reddito disponibile equivalente familiare reale è diminuito del 10,5 per cento. La riduzione registrata nel 2012 è stata la più marcata nel corso della crisi, dopo la sostanziale stabilità del biennio precedente e il calo del 3,5 per cento avvenuto tra il 2006 e il 2008 (tav. 10.6). Nel decennio 2002-2012 si è osservata una riduzione pari al 6,4 per cento. Nel complesso delle famiglie il reddito da lavoro

dipendente ha rappresentato il 39,9 per cento del reddito totale nel 2012, una quota in lieve aumento rispetto al 2010. È proseguita invece la flessione del reddito da lavoro autonomo (pari al 10,9 per cento, dal 12,8 nel 2010). Sono aumentate le quote dei redditi da pensione e da trasferimenti (2,1 punti, al 27,5 per cento), mentre si è ridotta quella relativa ai redditi da capitale (6 decimi di punto al 21,6). Il calo dei redditi è stato diffuso, essendo tuttavia maggiore tra gli individui con un reddito familiare equivalente più basso; la disuguaglianza complessiva nella distribuzione dei redditi familiari è lievemente aumentata.

Tavola 10.6

<b>Reddito reale familiare equivalente disponibile (1)</b> (valori in euro a prezzi 2012; valori assoluti)						
VOCI (2)	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Reddito equivalente medio	19.765	20.629	21.460	20.707	20.664	18.494
<i>Centro-Nord</i>	23.283	24.383	25.089	24.184	24.129	21.096
<i>Sud e Isole</i>	13.505	13.861	14.802	14.215	14.108	13.594
<i>Operaio, apprendista, commesso</i>	14.577	14.495	15.256	14.406	14.030	12.856
<i>Impiegato, quadro, insegnante</i>	21.645	22.184	22.481	22.258	22.546	21.270
<i>Dirigente</i>	43.190	40.627	46.159	43.114	40.240	37.753
<i>Lavoratore autonomo</i>	24.742	28.858	30.251	27.130	27.876	24.401
<i>Pensionato</i>	18.329	18.583	19.568	20.648	20.290	19.119
<i>Inoccupato non pensionato</i>	7.073	10.576	8.344	7.584	7.946	5.398
<i>1 componente</i>	19.258	23.626	27.789	21.789	21.976	18.888
<i>2 componenti</i>	22.464	23.537	23.798	23.677	23.957	21.465
<i>3 componenti</i>	22.720	21.511	21.971	22.604	22.074	20.752
<i>4 componenti</i>	18.406	19.660	20.279	19.127	19.324	16.408
<i>5 e più componenti</i>	14.443	13.995	16.742	14.148	13.815	13.451
<i>Abitazione di residenza di proprietà</i>	21.689	22.817	23.717	23.081	23.368	21.273
<i>Abitazione di residenza in affitto</i>	15.029	15.599	15.790	14.795	14.408	12.300
Indice di Gini (3)	0,330	0,343	0,337	0,330	0,335	0,340
<i>Centro-Nord</i>	0,292	0,306	0,304	0,295	0,301	0,313
<i>Sud e Isole</i>	0,329	0,334	0,324	0,326	0,330	0,343
Rapporto interdecilico (4)	4,4	4,5	4,4	4,5	4,6	4,8

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico (Versione 8.0, gennaio 2014); cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e la voce del *Glossario*: Reddito equivalente.

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

## 11. ISTRUZIONE E FORMAZIONE NEL SISTEMA PRODUTTIVO

Una maggiore disponibilità di capitale umano, inteso come patrimonio di conoscenze, competenze e abilità di cui le persone sono dotate, si associa a più elevati livelli di sviluppo; contribuisce ad aumentare la produttività sia direttamente, accrescendo la capacità della forza lavoro, sia indirettamente, incentivando l'adozione di tecnologie più avanzate. Ulteriori indicatori di benessere economico e sociale, come le condizioni di salute o il senso civico, migliorano in presenza di livelli di istruzione più elevati. Nell'ambito della strategia Europa 2020, al fine di promuovere una crescita economica duratura e sostenibile, nel 2010 la Commissione europea ha individuato tra gli obiettivi da raggiungere entro il 2020 la riduzione al di sotto del 10 per cento del tasso di abbandono scolastico precoce e l'aumento al 40 per cento della quota dei laureati nella fascia di età tra i 30 e i 34 anni. Su entrambi i fronti l'Italia si posiziona su livelli inadeguati allo status di paese avanzato, con valori rispettivamente pari al 17 e al 22 per cento.

Nel nostro paese il vantaggio, in termini di prospettive occupazionali e di reddito, derivante da un'istruzione più elevata è minore nel confronto internazionale, soprattutto per quanti hanno da poco concluso un percorso formativo. Vi incidono le difficoltà nella transizione tra scuola e lavoro, così come la struttura del sistema produttivo italiano, specializzato in settori tradizionali e dominato dalla piccola impresa, che non esprime un elevato fabbisogno di capitale umano. La debolezza della domanda di lavoro qualificato, accentuatasi durante la crisi, contribuisce a ridurre gli incentivi a investire in formazione e conoscenza.

L'efficacia delle più recenti azioni di rilancio del sistema scolastico e universitario, perseguito mediante l'introduzione, in un contesto di crescente autonomia degli istituti, di criteri valutativi nazionali, ha sofferto la carenza di organicità del disegno di riforma, nonché dei numerosi interventi restrittivi della spesa. I percorsi di formazione per gli adulti, incluse le politiche di riqualificazione rivolte a disoccupati e lavoratori con minori prospettive occupazionali, restano un elemento di debolezza del sistema italiano.

### *Istruzione e crescita economica*

L'incremento della scolarizzazione ha svolto un ruolo di primo piano nel favorire la crescita dopo la seconda guerra mondiale. Secondo i dati pubblicati dalla Banca Mondiale, nei paesi europei gli anni medi di istruzione formale della popolazione in età da lavoro sono raddoppiati dalla metà del secolo scorso, passando prima da 5 a 7 tra il 1950 e il 1980, per poi salire a 11 nel 2010. Tale incremento, e in particolare la maggiore incidenza del numero di laureati (dall'8 al 21 per cento negli ultimi trent'anni), ha concorso significativamente alla crescita della produttività del lavoro.

*L'aumento degli anni medi di istruzione è stato principalmente determinato dalla maggiore partecipazione ai cicli di scuola secondaria e, nell'ultimo trentennio, all'università. Nostre analisi confermano che nella media dei paesi europei un anno in più di istruzione si associa a un incremento della produttività del lavoro superiore al 3 per cento. L'effetto degli studi universitari è particolarmente significativo: a un aumento di un punto percentuale della quota dei laureati corrisponde infatti un guadagno di 1,5 punti del valore aggiunto per lavoratore.*

In Italia sino alla fine degli anni ottanta la crescita economica, trainata soprattutto da settori industriali ad alta intensità di lavoro, ha tratto beneficio principalmente dai processi di alfabetizzazione seguiti all'allungamento della scuola dell'obbligo; l'istruzione universitaria ha assunto un ruolo più rilevante solo nell'ultimo ventennio.

*Tra il 1950 e il 1970 la frequenza scolastica media è passata da quattro a sei anni, in conseguenza soprattutto della riduzione di quasi otto punti percentuali della quota della popolazione senza alcun titolo che, all'indomani della guerra, sfiorava ancora il 12 per cento, due punti al di sopra della media europea. Successivamente la diffusione delle scuole secondarie tecniche e professionali ha permesso un ulteriore aumento degli anni medi di istruzione, che erano pari a oltre otto nel 1990. Nostre elaborazioni segnalano come, a livello regionale, all'incremento della produttività abbiano contribuito: (a) l'aumento della quota di chi aveva assolto gli obblighi scolastici; (b) soltanto a partire dal 1993, la maggiore diffusione dell'istruzione terziaria. La scarsa rilevanza di quest'ultima nelle dinamiche di crescita precedenti è testimoniata anche dalla concentrazione della produzione del "made in Italy" nei distretti industriali con minor tasso di laureati.*

L'istruzione ha effetti che esulano dalla sfera meramente economica: si associa a migliori condizioni di salute, un più elevato grado di coesione sociale, maggior rispetto delle regole.

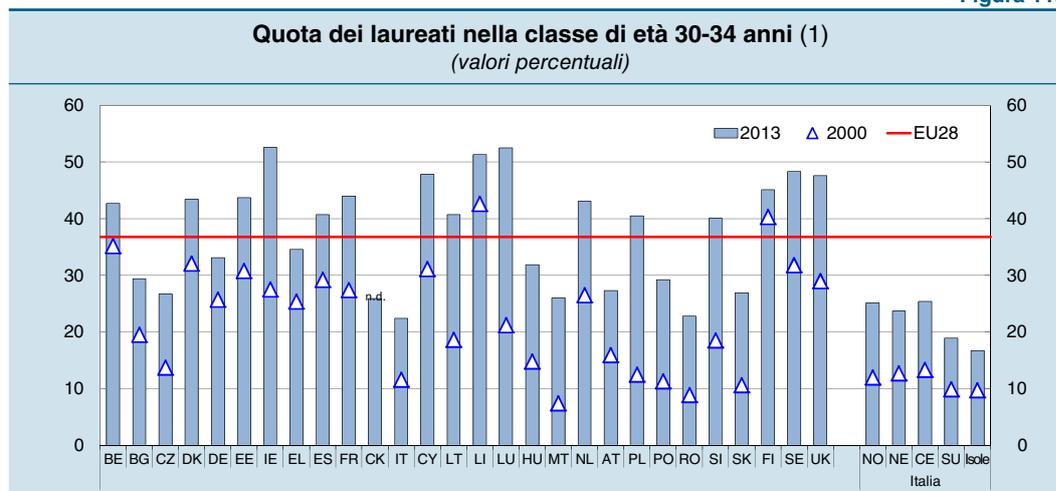
*La maggiore scolarità dovuta all'innalzamento di un anno dell'obbligo scolastico introdotto dalla legge 20 gennaio 1999, n. 9 (riforma Berlinguer) ha determinato una riduzione della delinquenza giovanile: un nostro studio mostra che l'incremento di sette punti percentuali della quota degli studenti tra i giovani di età compresa tra 13 e 16 anni si è tradotto in una contrazione di oltre un quinto del numero di adolescenti denunciati. Gli effetti sono tuttavia estremamente eterogenei, essendo più marcati nelle aree geografiche caratterizzate da alto capitale sociale (inteso come insieme di fattori culturali quali l'attitudine a cooperare con gli altri e le virtù civiche) e minore diffusione della criminalità organizzata. Ad esempio la diminuzione della delinquenza minorile è stata più contenuta nel Sud, dove il tasso di scolarizzazione è invece cresciuto in misura maggiore (8,1 per cento, contro 6,1 nel resto dell'Italia).*

*Sulla base dei dati del Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC), diffusi dall'OCSE nel 2013 e rappresentativi della popolazione adulta (16-65 anni), maggiori livelli di istruzione e di capacità cognitive (numeriche e linguistiche) si associano a una probabilità più elevata di godere di buona salute, a una più diffusa partecipazione ad attività di volontariato e a una maggiore fiducia negli altri; ciò si osserva anche in Italia, pur se in misura minore rispetto agli altri paesi presenti nell'indagine.*

### ***La dotazione di capitale umano in Italia: il confronto internazionale e i divari interni***

Tra il 2000 e il 2013 la quota di laureati nella popolazione tra 25 e 64 anni è aumentata in Italia dal 9,7 al 16,3 per cento, nella media dell'Unione europea dal 19,5 al 28,5. Nella popolazione tra 30 e 34 anni l'Italia si attestava nel 2013 al 22,4 per cento, il valore minimo tra i paesi della UE (36,8 per cento in media) e inferiore anche all'obiettivo nazionale stabilito dal Governo nel Programma nazionale di riforma di aprile del 2011 (26-27 per cento). Nessuna regione italiana superava il 28 per cento; il differenziale tra Centro-Nord e Mezzogiorno è salito da circa tre punti nel 2000 a oltre sette nel 2013 (fig. 11.1).

Figura 11.1



Fonte: Eurostat, Labour Force Survey; cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

(1) Il dato della Croazia relativo al 2000 non è disponibile. Per l'Italia i dati sono disaggregati anche per macroarea: Nord-Ovest (NO), Nord-Est (NE), Centro (CE), Sud (SU) e Isole.

Parte del divario territoriale è riconducibile ai flussi migratori interni: sulla base dell'indagine sull'inserimento professionale dei laureati condotta nel 2011 dall'Istat si stima che circa il 10 per cento dei laureati del 2007 residenti nel Centro-Nord fosse migrato dal Sud all'indomani del conseguimento del diploma (6 per cento) o della laurea (4 per cento).

Pur in graduale riduzione dal 2005, la quota dei giovani di età compresa tra i 18 e i 24 anni con al più un livello di istruzione secondario inferiore e non impegnati in percorsi di istruzione o formazione era nel 2013 ancora pari al 17 per cento, rispettivamente cinque e sette punti percentuali in più della media europea e dell'obiettivo fissato dalla strategia Europa 2020.

Tra gli anni accademici 2003-04 e 2012-13 il numero di immatricolati nelle università italiane è sceso da 339.000 a 270.000 unità. La riduzione ha riguardato in larga misura quelli con almeno 23 anni (-48.000 unità); dal 2009-2010 ha però interessato anche i giovani tra 18 e 20 anni (-15.000 unità). In rapporto alla popolazione di riferimento, ridottasi di 20.000 persone, nell'ultimo triennio gli immatricolati di età compresa tra i 18 e i 20 anni sono scesi dal 14,1 al 13,5 per cento, nonostante un lieve aumento dei neodiplomati.

Nei primi anni del decennio scorso si era registrato un netto aumento delle immatricolazioni soprattutto tra le donne e gli ultratrentenni (cfr. il capitolo 11: Il ruolo delle donne nell'economia italiana nella Relazione sull'anno 2011). Ciò era in gran parte dovuto ai provvedimenti di riforma del sistema universitario varati alla fine degli anni novanta (decreto del Presidente della Repubblica 27 gennaio 1998, n. 25 e decreto ministeriale 3 novembre 1999, n. 509), che hanno: (a) ampliato l'offerta a livello locale attraverso l'apertura di nuove sedi; (b) istituito corsi di laurea di durata triennale, eventualmente seguiti da bienni di specializzazione (cosiddetto "3+2"); (c) consentito il riconoscimento quali crediti formativi utili ai fini del conseguimento della laurea di competenze e abilità maturate in ambito lavorativo.

La crisi economica ha influenzato in misura differente le scelte di partecipazione all'istruzione terziaria dei neodiplomati e di chi era già iscritto: il calo delle immatricolazioni riflette il peggioramento delle condizioni finanziarie delle famiglie, anche alla luce dell'aumento delle rette di iscrizione. Nostre stime mostrano invece che, per coloro che erano già iscritti all'università, gli incentivi a proseguire gli studi e a postporre l'ingresso nel mercato del lavoro, a fronte delle modeste prospettive occupazionali, siano stati prevalenti, determinando nel complesso una riduzione della probabilità di abbandono degli studi.

È modesta anche la partecipazione degli adulti ad attività formative, resa ancor più necessaria dai profondi cambiamenti tecnologici e dal prolungamento della speranza di vita.

*La quota di adulti (25-64 anni) che partecipavano ad attività formative e di istruzione nel 2008, prima dell'avvio della crisi, era pari al 6,3 per cento, contro il 9,5 per cento nell'Unione; nel 2012 la quota si è portata al 6,6 per cento (9 nella UE), per poi ridursi nuovamente al 6,1 nel 2013. Tra gli adulti impegnati nella formazione circa quattro su dieci erano iscritti a scuola o all'università, un quarto partecipava a corsi di formazione professionale (organizzati dalle Regioni o dai datori di lavoro), mentre la restante parte era impegnata in altri tipi di corsi. Il coinvolgimento degli adulti in attività formative è minore nel Mezzogiorno e nel Nord-Ovest, maggiore nel Centro, per via della più elevata incidenza tra gli occupati del settore pubblico (5 per cento, contro 2 nel privato).*

Un ritardo si manifesta anche nel livello delle competenze effettive di chi partecipa ai percorsi formali di istruzione. Per la scuola primaria le indagini PIRLS e TIMSS, condotte per l'ultima volta nel 2011 dalla International Association for the Evaluation of Educational Achievement, hanno rilevato per gli alunni italiani un rendimento pressoché analogo in lettura ma inferiore in matematica a quello dei loro pari grado della UE. Divari più ampi rispetto agli altri paesi emergono poi nei livelli superiori di istruzione: nonostante i miglioramenti, rilevanti fra il 2006 e il 2009 e statisticamente non significativi nel triennio successivo, le indagini PISA del 2012 rilevavano un cospicuo ritardo negli esiti per gli studenti italiani di 15 anni rispetto ai coetanei dell'area OCSE. Le criticità si acquiscono nei campi matematici e scientifici e nel Mezzogiorno: secondo i più recenti test Invalsi, il divario tra i risultati dei ragazzi settentrionali e quelli dei loro coetanei meridionali, che all'inizio dei percorsi scolastici riflette anche l'eredità storica del differenziale nell'istruzione dei genitori, tende ad ampliarsi lungo gli studi.

*Nell'anno scolastico 2012-13 la distanza tra i punteggi medi in italiano del Nord e del Mezzogiorno, a fronte di un punteggio medio nazionale di 200 punti, era pari a circa 10 punti nel secondo anno della scuola primaria, 21 nel primo anno della scuola secondaria inferiore, 26 nel secondo anno della scuola secondaria superiore; i punteggi in matematica erano in media più alti al Nord rispetto al Sud rispettivamente di 7, 26 e 30 punti.*

*Le competenze effettive degli studenti sono influenzate dall'adeguatezza delle risorse e dall'efficacia del sistema scolastico (cfr. il paragrafo: Il funzionamento del sistema dell'istruzione e della formazione in Italia) ma anche dal background familiare. Nostri studi basati sulle indagini Istat Uso del tempo e Aspetti della vita quotidiana mostrano che il comportamento di lettura dei figli è fortemente legato ad alcune condizioni ambientali, come l'ampiezza della biblioteca domestica, l'esposizione all'esempio dei genitori (effetto imitativo) e, per i più piccoli, all'intensità di lettura da parte della madre.*

Più bassi livelli di partecipazione ai percorsi formali di istruzione e minori competenze effettive degli studenti inevitabilmente si riflettono nelle abilità logico-analitiche e di comprensione della popolazione adulta. I risultati di PIAAC, relativi al 2012, relegano l'Italia all'ultimo posto per le competenze linguistiche e al penultimo per quelle matematiche tra i 23 paesi dell'OCSE partecipanti; ai primi posti vi sono il Giappone, i Paesi Bassi e i paesi nordici.

*Il 70 per cento degli adulti italiani ha un livello di padronanza della lingua madre (literacy) inferiore a quanto l'OCSE reputa adeguato alle esigenze di vita e di lavoro di un paese avanzato, contro il 49 per cento della media dei paesi partecipanti; il miglioramento rispetto all'indagine ALL condotta dall'OCSE dieci anni prima (quando la percentuale era dell'80 per cento) è interamente riconducibile alla crescita della scolarità media, mentre non si osservano miglioramenti a parità di titolo di studio. I risultati sono analoghi in termini di competenza matematica funzionale (numeracy): sette italiani adulti su dieci non sono in grado di completare compiti basati*

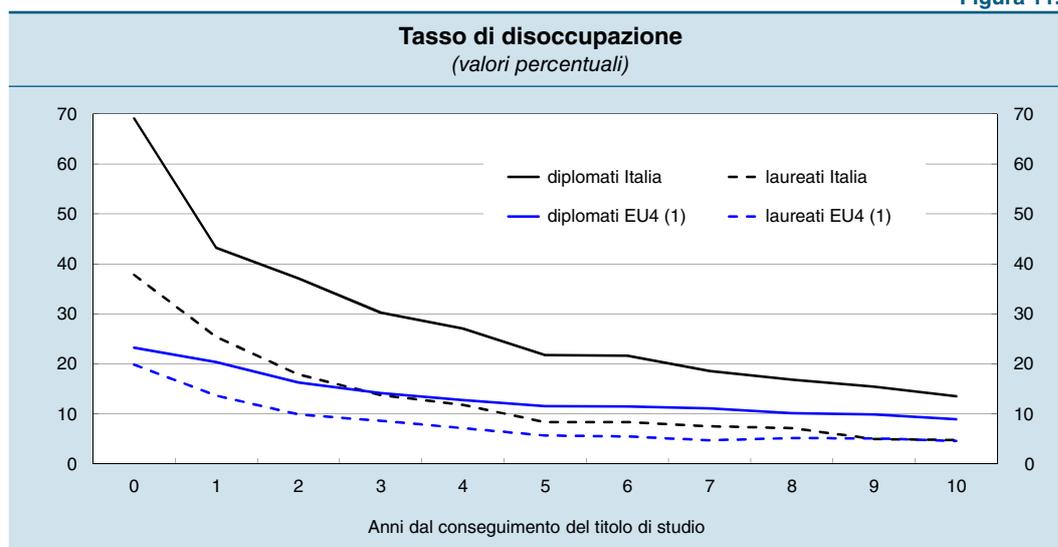
sull'elaborazione di informazioni matematiche estrapolabili da contesti verbali o grafici (52 per cento nella media dei paesi partecipanti all'indagine). I divari dell'Italia rispetto agli altri paesi sono maggiori per i soggetti con più elevato titolo di studio; permangono, pur ridotti, anche quando si considerano le caratteristiche individuali degli intervistati (occupazione, cittadinanza, lingua madre, composizione della famiglia di origine).

### ***I rendimenti individuali dell'istruzione e il ruolo della domanda di lavoro***

Dalla *Labour Force Survey* dell'Eurostat emerge che nel 2012 in Italia i laureati di età compresa fra i 25 e i 64 anni avevano una probabilità di essere occupati superiore di nove punti percentuali rispetto ai propri coetanei diplomati, un dato non dissimile da Spagna, Francia, Germania e Regno Unito. Tuttavia nella fascia di età tra 25 e 34 anni tale probabilità era per i laureati inferiore di cinque punti rispetto ai diplomati solo in Italia (superiore di dieci negli altri principali paesi europei). Ciò riflette soprattutto la maggiore durata effettiva dei corsi universitari, una più lunga transizione scuola-lavoro e la scelta di ambiti di studio con minori prospettive occupazionali immediate. In Italia tra i giovani laureati è inoltre più intenso rispetto ai diplomati l'uso di forme contrattuali meno stabili.

*Il vantaggio occupazionale dei laureati emerge invece a parità di tempo trascorso dal completamento degli studi: il tasso di disoccupazione, a tre anni dal conseguimento del titolo, è pari al 25 per cento in Italia (14 per i laureati, 30 per diplomati) e al 14 nella media dei paesi europei considerati (10 per i laureati, 14 per i diplomati; fig. 11.2). Gli studenti italiani sembrano inoltre privilegiare, rispetto ai coetanei europei, facoltà con minori prospettive occupazionali immediate: i laureati in scienze sociali, il cui tasso di disoccupazione a tre anni dalla laurea raggiunge il 18 per cento, rappresentano il 20 per cento del totale in Italia, contro il 10 della media europea. Fra i lavoratori dipendenti di 25-34 anni, i laureati, a parità di sesso, regione di residenza, settore di attività economica e anno di ingresso nel mercato del lavoro, sono impiegati a tempo indeterminato con minor frequenza (-10 punti percentuali) rispetto ai coetanei diplomati; ciò non si osserva negli altri paesi europei.*

**Figura 11.2**



Fonte: Eurostat, *Labour Force Survey*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Media di Francia, Germania, Regno Unito e Spagna.

Sulla base dell'indagine dell'Eurostat sui redditi e le condizioni di vita delle famiglie (EU-SILC), nel 2010 il reddito lordo annuo da lavoro dipendente di un laureato superava quello di un coetaneo diplomato del 33 per cento in Italia e del 43 negli altri maggiori paesi europei (rispettivamente 15 e 26 per cento nella fascia di età 25-34 anni).

*Il divario in sfavore dell'Italia nel rendimento della laurea in termini di reddito si è attenuato negli ultimi anni ed è in gran parte spiegato da una maggiore concentrazione dei laureati europei in settori a maggior valore aggiunto e in occupazioni più qualificate. A parità di settore e profilo professionale, il rendimento italiano è in linea con quello europeo (16 e 17 per cento, rispettivamente). Una simile dinamica si osserva anche per i redditi da lavoro autonomo.*

Rispetto alla media dei paesi OCSE partecipanti all'indagine PIAAC, in Italia il rendimento in termini di salario orario del capitale umano, anche quando misurato con le competenze cognitive effettivamente possedute e a parità di livello di istruzione, è minore e cresce più lentamente con l'avanzare della carriera lavorativa.

Una misura sintetica della convenienza economica associata al conseguimento di un titolo di studio è fornita dal tasso interno di rendimento dell'istruzione, ottenuto dal confronto del valore attuale dei benefici individuali, in termini di maggior salario e maggior probabilità di occupazione, con quello dei costi, sia diretti sia in termini di mancato guadagno. Secondo le stime più recenti dell'OCSE, in Italia l'acquisizione di un'istruzione universitaria renderebbe l'8 per cento l'anno per un uomo e il 7 per una donna, valori superiori ai rendimenti medi delle attività finanziarie ma inferiori di circa cinque punti percentuali a quelli registrati nella media degli altri paesi dell'area dell'euro.

Il più contenuto rendimento del capitale umano nel mercato del lavoro italiano è, almeno parzialmente, riconducibile alle strategie delle imprese, la cui domanda di lavoro qualificato è frenata dalla specializzazione in settori tradizionali e ad alta intensità di lavoro, dalla ridotta dimensione aziendale, nonché dal contesto istituzionale e regolamentare (cfr. il capitolo 11: *L'innovazione* nella Relazione sull'anno 2012). Adottando la classificazione dell'International Labour Organization (ILO) basata sulle competenze effettivamente richieste per lo svolgimento di ciascuna mansione, la *Labour Force Survey* dell'Eurostat indica che, nel 2012, le professioni meno qualificate rappresentavano in Italia il 65,3 per cento dell'occupazione totale, quelle altamente qualificate il 15,4, valori che si discostano significativamente da quelli della media degli altri quattro maggiori paesi europei, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito (56,8 e 23,8 per cento, rispettivamente; tav. 11.1). In Italia le mansioni più specialistiche sono più spesso ricoperte da lavoratori in possesso del solo diploma (28,6, contro 17,9 per cento nella media degli altri paesi europei considerati).

*Fra il 2007 e il 2012 l'incidenza sia degli impieghi altamente qualificati sia delle occupazioni che producono o utilizzano le nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione si è ridotta nel nostro paese, rimanendo stabile o crescendo nelle altre principali economie europee. La ricomposizione ha interessato tutto il territorio italiano ed è stata maggiore tra i lavoratori relativamente meno istruiti.*

Lo scarso fabbisogno di lavoro qualificato da parte delle imprese è segnalato anche dalle risorse, modeste nel confronto internazionale, destinate alla formazione sul posto di lavoro. Ciò riflette la frammentazione del nostro tessuto produttivo, laddove le imprese di piccola dimensione non sono necessariamente dotate di autonoma capacità formativa,

e gli scarsi incentivi dei lavoratori ad acquisire nuove competenze in un contesto, come quello italiano, in cui il salario è spesso stabilito dalla sola contrattazione nazionale.

Tavola 11.1

Composizione dell'occupazione (valori percentuali)								
SETTORI	Italia		EU4 (1)		Italia		EU4 (1)	
	2007	2012	2007	2012	2007	2012	2007	2012
	Quota delle professioni altamente qualificate (2)				Quota delle professioni TIC (2)			
<b>Totale economia</b>	<b>17,8</b>	<b>15,4</b>	<b>22,7</b>	<b>23,8</b>	<b>24,0</b>	<b>20,9</b>	<b>23,8</b>	<b>24,0</b>
Agricoltura	12,9	1,4	7,3	5,8	4,5	3,0	6,3	7,8
Industria in senso stretto	8,3	6,8	17,6	18,1	25,2	22,9	29,3	34,1
Costruzioni	6,9	5,8	10,9	12,4	15,2	24,2	15,9	32,0
Servizi	22,7	19,8	26,0	26,6	25,9	20,9	24,0	21,6
<i>Per livello di istruzione del lavoratore</i>								
Primaria	8,2	1,4	7,5	4,1	7,3	6,1	9,1	8,8
Secondaria	11,9	9,3	11,7	9,4	32,0	24,9	20,5	18,3
Terziaria	57,4	56,0	51,8	53,4	41,4	37,4	40,4	40,0

Fonte: Eurostat, *Labour Force Survey*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Media di Francia, Germania, Regno Unito e Spagna. – (2) Definizioni dell'OCSE sulla base della classificazione ISCO formulata dall'ILO; le professioni TIC sono quelle che producono o utilizzano le nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione.

Secondo i dati della Continuing Vocational Training Survey (CVTS), la quota di imprese italiane con almeno dieci addetti che ha svolto attività di formazione professionale per i propri dipendenti è cresciuta dal 32 al 56 per cento tra il 2005 e il 2010. Nonostante il notevole miglioramento, il dato italiano rimane al di sotto della media europea (66 per cento, 60 nel 2005).

Tali evidenze segnalano la presenza di interazioni negative tra domanda e offerta di capitale umano che amplificano le rispettive carenze. La propensione a investire in nuove tecnologie e quindi la domanda di manodopera qualificata sono limitate dalla difficoltà delle imprese a reperire competenze adeguate nel mercato del lavoro; il minore rendimento dell'investimento in capitale umano che ne consegue limita gli incentivi dei giovani ad accumularlo.

Uno studio della Banca d'Italia, condotto su un campione di imprese italiane con almeno 20 addetti, evidenzia come l'aumento della disponibilità di personale laureato a livello locale, attribuibile all'avvio della laurea triennale (DM 509/1999), si sia associato a una maggiore attività innovativa e di ristrutturazione dei processi produttivi delle imprese e quindi, in ultima istanza, a una maggiore crescita della produttività.

Secondo un altro nostro studio la mancata differenziazione dei curricula universitari, la difficoltà ad adottare adeguati schemi di selezione e reclutamento del personale da parte delle piccole aziende italiane, le carenze delle politiche attive e la limitata mobilità geografica dei lavoratori rendono l'incontro fra domanda e offerta di lavoro più costoso in Italia che in Germania e spiegano circa metà del divario in termini di tassi di innovazione e di istruzione universitaria fra i due paesi.

Un terzo studio mostra che, nella seconda classe della scuola superiore, i punteggi in matematica nei test Invalsi sono più elevati nelle aree a maggior occupazione, e più bassi dove è più forte il disallineamento tra status occupazionale e livello di istruzione dei genitori, segnalando un ruolo importante del contesto ambientale e familiare nella formazione delle aspettative sui futuri ritorni dell'istruzione, che agiscono su impegno e motivazione allo studio dei giovani.

## *Il funzionamento del sistema dell'istruzione e della formazione in Italia*

L'efficacia di un sistema di istruzione e formazione dipende dalla complessa interazione tra più fattori. Alcuni di questi attengono all'ammontare delle risorse destinate al sistema stesso, altri, spesso di difficile misurazione, all'organizzazione complessiva della scuola e dell'università che, a sua volta, si riflette anche su motivazioni e incentivi dei docenti.

*I servizi per l'infanzia.* – Considerando l'insieme delle strutture pedagogiche (nidi, scuole dell'infanzia, servizi integrativi) il tasso di copertura nella popolazione 0-2 anni era pari al 27 per cento nel 2011, in aumento di tre punti rispetto al 2007 ma ancora al di sotto dell'obiettivo europeo del 33 per cento.

*Negli ultimi due anni si è osservata una riduzione della fecondità che ha interessato soprattutto le donne che tradizionalmente usufruiscono meno degli asili nido, ovvero quelle meno istruite e con scarse prospettive occupazionali. L'incremento del tasso di copertura osservato durante la crisi è quindi riconducibile principalmente a una flessione della popolazione di riferimento, in minor parte all'espansione dell'offerta delle strutture pubbliche.*

Nonostante il finanziamento del Piano straordinario per lo sviluppo dei servizi socio-educativi per la prima infanzia (legge 27 dicembre 2006, n. 296), secondo i dati Istat solo la metà dei bambini iscritti a un asilo nido frequentava strutture pubbliche o in regime di convenzione. Secondo l'Indagine intermedia sulle famiglie italiane della Banca d'Italia, tra le motivazioni del ricorso alle strutture private, diversamente dagli ordini scolastici successivi, prevalgono le carenze dell'offerta pubblica in termini di scarsità di posti disponibili e di copertura oraria.

*Negli ultimi anni l'insufficienza di posti negli asili nido è stata parzialmente mitigata dalla possibilità di anticipare l'ingresso alla scuola dell'infanzia (decreto del Presidente della Repubblica 20 marzo 2009, n. 89); ne è disceso anche un innalzamento dell'offerta di lavoro e dell'occupazione delle madri (cfr. il capitolo 10: Il mercato del lavoro).*

*Il sistema scolastico.* – La spesa pubblica per l'istruzione scolastica incideva nel 2011 sul PIL per il 3,5 per cento (4,3 includendo il livello terziario), sui valori minimi dall'inizio degli anni novanta e al di sotto degli altri quattro maggiori paesi della UE. Aggiungendo la componente privata, e in rapporto al numero di studenti, la spesa annua era nel 2010, a parità di potere d'acquisto, superiore alla media dei paesi dell'Unione aderenti all'OCSE nella scuola dell'infanzia e in quella primaria; era invece inferiore nella scuola secondaria (8.607 contro 9.471 dollari).

*L'Italia si caratterizza in tutti gli ordini di istruzione per stipendi degli insegnanti e dimensioni medie delle classi più bassi rispetto alla media OCSE; nella scuola dell'infanzia e primaria il secondo fattore tuttavia prevale, traducendosi in una spesa per studente più elevata.*

A parità di spesa l'efficacia del sistema scolastico riflette numerosi fattori, quali la qualità e la motivazione del corpo docente, l'organizzazione degli studi, le tecniche e i tempi dell'insegnamento, la dotazione infrastrutturale.

L'attuale sistema di reclutamento del corpo docente non prevede significativi meccanismi tesi a preservare la qualità degli insegnanti. La sporadicità dei concorsi, e il conseguente ricorso all'anzianità di iscrizione nelle liste degli aspiranti al ruolo come

esclusivo criterio selettivo, ha frenato il ringiovanimento del personale e l'immissione in ruolo secondo criteri basati sul merito. La prospettiva di un'acquisizione tardiva della titolarità della cattedra, al termine di un prolungato periodo di precariato che non prevede momenti di verifica delle capacità e delle prestazioni effettivamente svolte, ha innescato meccanismi di selezione avversa nella professione. Sono scoraggiati gli ulteriori investimenti in formazione e aggiornamento da parte degli insegnanti.

*In Europa nel 2011 oltre il 90 per cento degli insegnanti era in possesso di un titolo di istruzione universitaria, conseguito in discipline specifiche dell'insegnamento nel 50 per cento dei casi; in Italia le due quote scendevano rispettivamente al 58 e al 16 per cento. Ciò può in parte riflettere anche le differenze di composizione per età: in Italia nel 2011 solo lo 0,3 per cento degli insegnanti della scuola secondaria aveva meno di 30 anni, e il 61,9 per cento aveva almeno 50 anni, rispettivamente la quota più bassa e quella più alta tra i paesi dell'OCSE. I docenti della scuola primaria erano lievemente più giovani, ma comunque tra i più anziani nel confronto internazionale. Secondo gli ultimi dati disponibili, in Italia uno su sette tra gli insegnanti annualmente operanti nelle scuole aveva un contratto a tempo determinato; l'età media degli iscritti nelle graduatorie provinciali, in attesa di stabilizzazione, superava i 38 anni.*

Sulle modalità di reclutamento non ha inciso l'istituzione di corsi post laurea di specializzazione all'insegnamento secondario, previsti dalla legge 19 novembre 1990, n. 341, ma attivati solo tra il 1999 e il 2008. Inizialmente concepiti come percorso formativo e di accesso privilegiato alla professione, i corsi erano nei fatti divenuti un canale aggiuntivo per l'ottenimento di una posizione di ruolo. Un segnale di novità è invece rappresentato dal ritorno, con il decreto ministeriale 24 settembre 2012, n. 82, all'effettuazione di concorsi per la selezione del corpo docente.

*Gli ultimi anni hanno visto l'inserimento nel sistema scolastico italiano di rilevazioni standardizzate degli apprendimenti curate dall'Invalsi. Le prove sono costruite avendo a riferimento le indicazioni elaborate dal MIUR come obiettivi formativi che le scuole dovrebbero perseguire in autonomia. I risultati di queste prove – che solo nella terza media rappresentano una parte minore dello scrutinio di fine anno – vengono restituiti alle singole scuole affinché valutino l'efficacia del proprio operato: la situazione di ciascuna scuola viene posta a confronto con quella media, nazionale e regionale, e, da ultimo, anche con quella di un insieme di scuole con una popolazione studentesca simile in termini di background familiare. L'uso di tali rilevazioni è al centro dei progetti di avvio di un Sistema nazionale di valutazione, la cui architettura è stata disegnata dal decreto del Presidente della Repubblica 28 marzo 2013, n. 80 (cfr. il capitolo 9: La struttura produttiva e le riforme). In tale Sistema, che a regime sarà coordinato dall'Invalsi, le scuole dovrebbero essere periodicamente soggette a ispezioni, con priorità alle situazioni maggiormente critiche; è previsto un processo di autovalutazione da parte degli istituti scolastici per la definizione di piani di miglioramento (eventualmente validati dagli ispettori). Il Sistema dovrebbe anche consentire di valutare i dirigenti scolastici.*

*Dall'anno scolastico 2010-11 l'impianto organizzativo della scuola secondaria superiore è stato completamente rivisto (legge 6 agosto 2008, n. 133) per ridurre l'elevata frammentazione degli indirizzi attraverso l'istituzione di un numero circoscritto di nuovi licei, istituti tecnici e istituti professionali. La riforma, che entrerà a regime nel prossimo anno scolastico, ha anche ridotto il numero delle ore di lezione. Non emergono differenze significative tra i risultati delle indagini PISA condotte su due coorti di quindicenni prima e dopo la riforma, rispettivamente nel 2009 e nel 2012.*

*Il sistema universitario.* – Nel 2010 la spesa annua per studente universitario era in Italia pari a 9.580 dollari a parità di potere d'acquisto, il 25 per cento in meno della media dei paesi UE aderenti all'OCSE; la minor spesa pro capite risente in parte della diffusa permanenza nel percorso di studi oltre la durata prevista dagli ordinamenti. Alla carenza di fondi pubblici non supplisce in Italia una partecipazione del settore privato, anche a causa della mancanza di strumenti specifici, come i prestiti d'onore, che potrebbero aiutare le famiglie a sostenere i costi dell'istruzione. L'erogazione di borse di studio va a beneficio di un numero modesto di studenti (l'8,6 per cento degli

iscritti nell'anno accademico 2012-13) e non è sufficiente a coprire l'intera platea degli idonei (uno su cinque ne è stato escluso).

Oltre alle minori risorse finanziarie, un ulteriore svantaggio per gli studenti universitari italiani deriva da un corpo docente più ridotto rispetto a quanto si osserva in altri paesi avanzati: in Italia vi sono 19 studenti per insegnante contro meno di 16 in media nell'area OCSE.

*L'età media del corpo docente, oggi pari a 52 anni, è aumentata di 6 anni tra il 1988 e il 2013, molto più che nella popolazione in età da lavoro; vi hanno contribuito la riduzione del turnover e l'innalzamento dell'età media di ingresso nella carriera accademica. Secondo le stime dell'Anvur nel prossimo quinquennio complessivamente quasi 9.300 docenti cesseranno dal servizio (il 17 per cento di quelli presenti al 2013); ciò creerebbe un fabbisogno medio annuo di 1.850 assunzioni qualora se ne volesse mantenere invariato il numero.*

Le procedure di reclutamento, al centro di un acceso dibattito circa la capacità di selezionare effettivamente gli insegnanti più meritevoli, sono state riformate dalla legge 30 dicembre 2010, n. 240. Il nuovo iter prevede un'abilitazione scientifica periodica a livello nazionale per garantire standard minimi di qualità del corpo docente, seguita da procedimenti di chiamata definiti in autonomia dal singolo ateneo. In quest'ultima fase l'effettiva selezione di personale più qualificato presuppone il pieno utilizzo di meccanismi di valutazione della qualità della ricerca e, in prospettiva, dell'insegnamento.

*Nel 2013 sono stati diffusi i risultati dell'esercizio di valutazione della qualità della ricerca, condotto dall'Anvur, che concorreranno alla ripartizione tra atenei dei fondi pubblici. Emerge un buon posizionamento delle università italiane nel confronto internazionale, pur in un quadro fortemente eterogeneo soprattutto dal punto di vista territoriale: in tutte le aree scientifiche le prime cinque posizioni sono state occupate da università del Centro-Nord.*

*La formazione degli adulti.* – L'esigenza di un continuo aggiornamento delle competenze anche di chi ha terminato l'istruzione formale si scontra con la limitatezza delle risorse finanziarie destinate alla formazione degli adulti, in particolare degli investimenti in politiche attive in grado di favorire la riqualificazione delle competenze di coloro che perdono l'impiego alla luce delle esigenze espresse dal mercato del lavoro.

*La spesa pubblica italiana nelle politiche attive per la formazione e i servizi per l'impiego era nel 2007, prima della crisi, pari a due decimi di punto percentuale del PIL, la metà di quella sostenuta in media nella UE e meno della metà della spesa in Francia e Germania. In Italia durante la crisi la quota del PIL destinata a tali politiche si è ulteriormente ridotta, mentre è cresciuta in quasi tutti i paesi dell'Unione.*

La legge 28 giugno 2012, n. 92 (riforma Fornero), il decreto legge 20 marzo 2014, n. 34 e il disegno di legge delega 3 aprile 2014, n. 1428 hanno delegato il Governo a riformare il sistema delle politiche attive e hanno apportato modifiche su istituti contrattuali con contenuto formativo, come i tirocini formativi e l'apprendistato (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*). Il programma europeo Youth Guarantee (Garanzia per i giovani) prevede per il biennio 2014-15 il finanziamento di interventi volti a creare occasioni di lavoro o formative per i giovani tra 15 e 29 anni entro un periodo di quattro mesi dall'inizio della disoccupazione o dall'uscita dal sistema di istruzione formale.

*Il finanziamento, pari a 1,5 miliardi, è destinato al potenziamento dei servizi per l'impiego e, in minore misura, al contrasto dell'abbandono scolastico. L'operatività dell'iniziativa risente in Italia della frammentazione dei servizi per l'impiego e delle diverse modalità di coinvolgimento degli operatori privati. Le azioni previste ricalcano in gran parte schemi già esistenti: le maggiori novità risiedono in un accesso più trasparente alle opportunità di lavoro disponibili e nell'erogazione agli intermediari di compensi collegati all'efficacia dei loro interventi.*

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

Il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana è tornato in attivo, per la prima volta dal 2001, attestandosi nel 2013 all'1,0 per cento del PIL. La correzione è stata ampia, pari a 1,3 punti percentuali del prodotto rispetto all'anno precedente, a 4,4 punti rispetto al 2010.

L'aggiustamento degli ultimi tre anni è dovuto al miglioramento nel conto dei beni che ha raggiunto un surplus di 37,2 miliardi di euro; ciò non riflette solo la riduzione delle importazioni dovuta alla recessione, ma anche il buon andamento delle esportazioni. Queste, dal 2010 al 2013, a prezzi costanti sono cresciute quasi tre punti percentuali in più della domanda potenziale proveniente dai paesi importatori, con un guadagno della quota sui mercati esterni all'area dell'euro.

Dopo le ingenti vendite di titoli di debito pubblico italiano connesse con la crisi del debito sovrano, lo scorso anno gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli italiani. Il saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2 si è ridotto, dopo il forte ampliamento nel biennio precedente.

La posizione debitoria netta sull'estero dell'Italia è aumentata rispetto alla fine del 2012, a seguito degli aggiustamenti di valutazione delle poste di bilancio, attestandosi poco sotto il livello, relativamente contenuto, del 30 per cento del PIL. Vi hanno contribuito sia le fluttuazioni del valore delle riserve ufficiali per il deprezzamento dell'oro, sia la rivalutazione delle passività in titoli di debito (registrati a valore di mercato secondo le convenzioni statistiche internazionali) legata alla flessione dei premi per il rischio.

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

*Il conto corrente.* – Nel 2013 il saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana è ancora migliorato: il surplus è stato di 15,5 miliardi (1,0 per cento del PIL), a fronte di un deficit di 4,1 miliardi nell'anno precedente (-0,3 per cento; tav. 12.1).

*La correzione di 1,3 punti percentuali di PIL ha fatto seguito a quella di ben 2,7 punti nell'anno precedente. Tra il 2010, quando il disavanzo aveva toccato il massimo storico dal 1974 (-3,4 punti), e il 2013 il saldo del conto corrente è migliorato nel complesso di 4,4 punti, rispecchiando l'incremento degli incassi (12,2 per cento) e solo in minima parte la diminuzione dei pagamenti (-1,7 per cento). Vi hanno contribuito il conto dei beni (per 3,8 punti di PIL) e, in misura minore, quello dei servizi (per 0,7 punti); il lieve miglioramento del disavanzo nei trasferimenti unilaterali è stato controbilanciato da un peggioramento del deficit nei redditi.*

Tavola 12.1

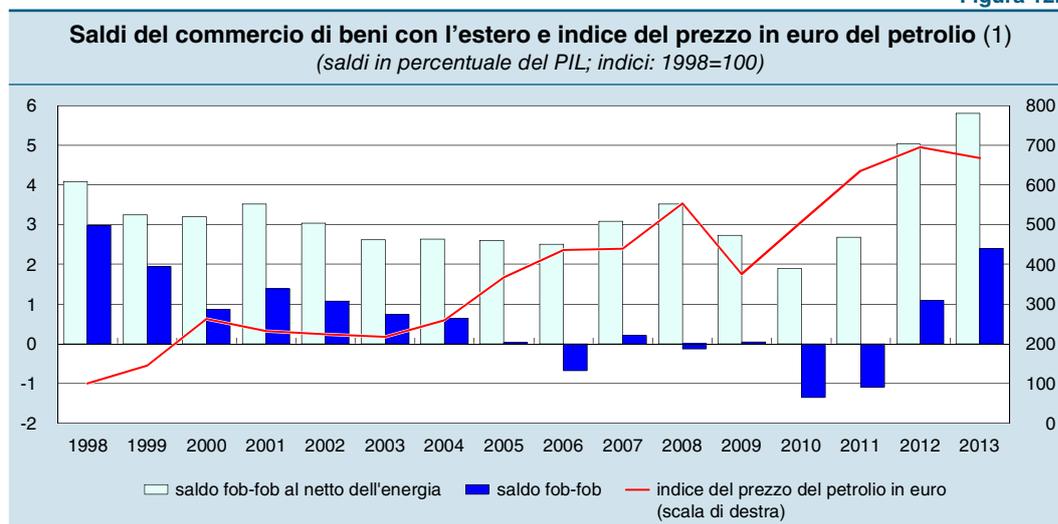
<b>Bilancia dei pagamenti (1)</b> (miliardi di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Conto corrente</b>	<b>-29,0</b>	<b>-52,6</b>	<b>-47,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>15,5</b>
<i>in percentuale del PIL</i>	-1,9	-3,4	-3,0	-0,3	1,0
Merci	0,8	-20,9	-17,4	17,0	37,2
prodotti non energetici (2)	41,5	29,5	42,4	78,7	90,5
prodotti energetici (2)	-40,7	-50,4	-59,7	-61,7	-53,3
Servizi	-7,3	-7,4	-5,6	0,9	2,6
Redditi	-10,4	-8,1	-8,5	-6,7	-9,8
Trasferimenti unilaterali	-12,2	-16,1	-15,8	-15,2	-14,5
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	-7,0	-10,1	-10,4	-9,6	-11,3
<b>Conto capitale</b>	<b>0,2</b>	<b>..</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>
Attività intangibili	-0,3	-0,1	-0,1	1,8	-3,4
Trasferimenti unilaterali	0,5	0,1	1,1	2,1	3,3
di cui: <i>istituzioni della UE</i>	1,6	1,5	2,7	3,2	4,2
<b>Conto finanziario</b>	<b>37,6</b>	<b>84,8</b>	<b>67,6</b>	<b>13,4</b>	<b>-24,7</b>
Investimenti diretti	-0,9	-17,7	-13,9	-6,1	-11,4
all'estero	-15,3	-24,7	-38,6	-6,2	-23,8
in Italia	14,5	6,9	24,7	0,1	12,4
Investimenti di portafoglio	39,9	-42,7	-8,9	25,9	14,6
azioni e fondi comuni	2,6	-38,2	8,9	0,8	-34,5
titoli di debito	37,3	-4,5	-17,8	25,1	49,2
Derivati	4,3	-4,7	7,5	-5,7	-3,0
Altri investimenti	-5,8	151,0	83,8	0,8	-23,4
di cui: <i>istituzioni finanziarie monetarie (3)</i>	-2,4	8,3	-73,2	-58,7	18,8
Variatione delle riserve ufficiali (4)	0,1	-1,0	-0,9	-1,5	-1,5
<b>Errori e omissioni</b>	<b>-8,8</b>	<b>-32,2</b>	<b>-21,3</b>	<b>-13,2</b>	<b>9,3</b>

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

*Gli scambi di merci.* – Il surplus dei beni è aumentato a 37,2 miliardi nella valutazione fob-fob (2,4 per cento del PIL). Il miglioramento ha beneficiato dell'ulteriore crescita dell'avanzo della componente non energetica, che ha raggiunto il livello massimo dall'introduzione dell'euro (90,5 miliardi, pari al 5,8 per cento del PIL; fig. 12.1) e, a differenza del 2012, della riduzione del disavanzo energetico (sceso a 53,3 miliardi, 3,4 per cento del PIL). A quest'ultima ha contribuito la diminuzione delle quotazioni in euro dei beni energetici sui mercati internazionali.

Le esportazioni di beni in valore sono rimaste stazionarie rispetto al 2012 (tav. 12.2), in un contesto di riduzione dei prezzi alla produzione dei prodotti venduti sui mercati esteri. L'andamento nel complesso del 2013 ha risentito della dinamica particolarmente negativa del primo trimestre; nella seconda parte dell'anno, e soprattutto nel quarto trimestre, le esportazioni sono cresciute.

Figura 12.1



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

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

L'andamento delle vendite sui mercati esteri è stato molto differenziato tra settori (tav. 12.2). Tra quelli in crescita, si è osservato un forte aumento nel comparto dei prodotti farmaceutici (13,8 per cento a prezzi correnti) e incrementi tra il 4 e il 5 per cento per i beni alimentari, gli articoli di abbigliamento e in pelle, gli autoveicoli e i prodotti delle altre attività manifatturiere. Hanno invece mostrato una dinamica negativa le vendite di metalli (-10,5 per cento), che hanno risentito della riduzione (soprattutto in volume) degli scambi di oro non monetario, e quelle di prodotti petroliferi raffinati e di computer, apparecchi elettronici e ottici.

La quota delle esportazioni italiane di beni sul commercio mondiale a prezzi e cambi costanti, stabile dal 2010 dopo un progressivo deterioramento nel decennio precedente, è rimasta sostanzialmente invariata anche nel 2013 (3,0 per cento); in valore ha riportato un marginale aumento (al 2,8 per cento, dal 2,7), grazie all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

*Tra il 2009 e il 2013 la crescita delle esportazioni di beni dell'Italia a prezzi costanti ha nel complesso ecceduto di quasi tre punti percentuali quella della domanda potenziale per il nostro paese (la somma ponderata delle importazioni in volume dei partner commerciali), per effetto delle vendite all'esterno dell'area dell'euro. La domanda potenziale rivolta alle esportazioni italiane è stata complessivamente meno vivace del commercio mondiale, frenata dalla debolezza dei paesi partner appartenenti all'area dell'euro, che hanno un peso relativamente superiore nelle nostre vendite all'estero. Valutata invece rispetto agli scambi mondiali, la quota di mercato italiana è rimasta stazionaria nell'ultimo quadriennio, dopo essersi contratta di circa un quarto tra il 2002 e il 2009. Dal 2010 le nostre esportazioni hanno beneficiato del recupero di competitività di prezzo protrattosi fino alla metà del 2012, determinato in egual misura dall'andamento dei prezzi relativi e dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale; gli effetti di quest'ultimo si ripercuotono soprattutto sugli scambi con i paesi esterni all'area dell'euro.*

Tavola 12.2

<b>Esportazioni e importazioni di beni fob-cif in valore per settore di attività economica nel 2013</b> (composizione percentuale, variazioni percentuali e variazioni in milioni di euro per il saldo)					
SETTORI (1)	Esportazioni		Importazioni		Variazione del saldo sul 2012
	Composi- zione % nel 2012	Variazioni % sul 2012	Composi- zione % nel 2012	Variazioni % sul 2012	
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	1,5	2,6	3,2	2,8	-189
Prodotti dell'estrazione di minerali da cave e miniere	0,4	-17,7	19,5	-20,1	14.666
Prodotti delle attività manifatturiere	95,7	..	73,8	-2,0	5.454
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	6,7	5,3	7,2	2,7	640
Prodotti tessili, abbigliamento, pelli e accessori	11,0	4,3	7,0	..	1.863
Prodotti tessili	2,4	-0,4	1,6	3,2	-231
Articoli di abbigliamento	4,4	3,6	3,2	-3,8	1.082
Articoli in pelle	4,2	7,8	2,2	3,3	1.011
Legno e prodotti in legno; carta e stampa	2,0	1,7	2,4	-0,4	163
Coke e prodotti petroliferi raffinati	5,3	-20,2	2,8	15,5	-5.785
Sostanze e prodotti chimici	6,5	0,7	9,4	-3,1	1.291
Articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici	4,4	13,8	5,2	4,2	1.553
Articoli in gomma e materie plastiche, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	5,8	2,7	3,0	1,5	451
Metalli di base e prodotti in metallo, esclusi macchine e impianti	13,0	-10,5	9,9	-6,9	-2.740
Computer, apparecchi elettronici e ottici	3,2	-3,1	6,7	-13,0	2.914
Apparecchi elettrici	5,1	1,4	3,5	-3,2	714
Macchinari e apparecchi n.c.a.	18,1	1,6	5,9	-1,0	1.372
Mezzi di trasporto	9,3	2,4	8,0	-3,8	2.052
Prodotti delle altre attività manifatturiere	5,4	4,4	2,8	-0,5	967
Altri settori (2)	2,4	-1,4	3,4	-5,5	580
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>100,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>20.507</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.  
(1) I raggruppamenti di merci dell'interscambio commerciale sono definiti sulla base della classificazione Ateco 2007 utilizzata dall'Istat a partire da gennaio 2009. – (2) Energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; prodotti delle attività di trattamento dei rifiuti e risanamento; altri prodotti non classificati.

Per il secondo anno consecutivo le importazioni di beni in valore hanno subito una contrazione superiore al 5 per cento (nel 2013 pari a 1,3 punti percentuali di PIL; tav. 12.2), a causa della persistente debolezza degli investimenti e della spesa per consumi delle famiglie (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Sono diminuite soprattutto le importazioni di beni energetici (-15,6 per cento, dopo un aumento del 7,3 nel 2012), in parte a causa della discesa dei prezzi. Anche gli acquisti di prodotti intermedi e beni strumentali si sono ridotti; solo quelli dei beni di consumo sono lievemente aumentati. In particolare le importazioni di autoveicoli sono ancora diminuite, proseguendo la tendenza negativa iniziata nel 2008, e si sono quasi azzerate quelle di celle fotovoltaiche. Tra i pochissimi settori in controtendenza, sono cresciuti gli acquisti di prodotti petroliferi raffinati (in connessione con un calo della capacità produttiva del settore), di quelli farmaceutici e degli articoli in gomma e plastica.

Il miglioramento della bilancia commerciale ha risentito principalmente dell'incremento del saldo attivo nei confronti dei paesi esterni all'Unione europea (da 6,3 a 25,2 miliardi, nella valutazione fob-fob) e, in misura inferiore, di quello del surplus verso la UE (da 10,7 a 12,0 miliardi; tav. 12.3), che ha riguardato i paesi non appartenenti all'area dell'euro, soprattutto Regno Unito e Polonia. All'interno dell'area è aumentato l'avanzo verso la Francia e si è ulteriormente ridotto il disavanzo verso la Germania, sceso a 4,8 miliardi (da 6,1 nel 2012; era di 15,9 miliardi nel 2007) per il calo delle nostre importazioni (in particolare di autoveicoli e apparecchi elettronici); tali miglioramenti sono stati compensati dalla diminuzione dei surplus nei confronti delle nazioni in forti difficoltà economiche (Spagna, Grecia e Slovenia). Nonostante l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, tra i paesi esterni alla UE si è registrato un ulteriore incremento dell'avanzo negli scambi con gli Stati Uniti, dovuto in larga parte alla riduzione delle importazioni. È nuovamente migliorato il disavanzo nei confronti della Cina, per effetto sia di un aumento delle esportazioni sia di una diminuzione delle importazioni; il deficit bilaterale con l'economia cinese resta comunque il più ampio. La riduzione complessiva degli acquisti di beni energetici ha provocato una forte diminuzione del disavanzo verso i paesi OPEC; le importazioni di petrolio e, soprattutto, di gas naturale dalla Russia sono invece aumentate.

Tavola 12.3

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area								
<i>(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2012 e composizione percentuale nel 2012)</i>								
PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2012	Valori	Variazioni	Composi- zione % nel 2012	Valori	
	2013			2013			2012	2013
<b>Paesi della UE a 28</b>	<b>209,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>54,1</b>	<b>197,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>53,7</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>
Area dell'euro a 18 paesi	155,6	-2,2	40,7	159,2	-1,9	43,4	-3,1	-3,6
di cui: Francia	42,4	-2,3	11,1	30,3	-4,2	8,5	11,8	12,1
Germania	48,5	-0,7	12,5	53,3	-3,0	14,7	-6,1	-4,8
Spagna	17,2	-6,4	4,7	16,1	-5,1	4,5	1,4	1,0
Altri paesi della UE a 28	54,0	2,9	13,4	38,3	-0,8	10,3	13,8	15,6
di cui: Regno Unito	19,8	4,3	4,9	9,7	-0,1	2,6	9,3	10,1
<b>Resto del mondo</b>	<b>182,1</b>	<b>1,5</b>	<b>45,9</b>	<b>156,9</b>	<b>-9,3</b>	<b>46,3</b>	<b>6,3</b>	<b>25,2</b>
Cina	9,9	9,5	2,3	22,3	-7,7	6,5	-15,1	-12,4
Giappone	6,0	7,0	1,4	2,5	-18,7	0,8	2,6	3,6
India	3,0	-11,2	0,9	3,9	6,1	1,0	-0,3	-0,9
OPEC	23,5	6,3	5,7	28,1	-29,4	10,7	-17,7	-4,6
Russia	10,8	8,2	2,6	19,2	9,1	4,7	-7,6	-8,4
Stati Uniti	27,2	1,8	6,8	11,2	-8,3	3,3	14,4	15,9
Svizzera	21,0	-8,6	5,9	11,1	0,5	2,9	11,9	9,9
Turchia	10,1	-4,7	2,7	5,3	4,2	1,4	5,5	4,8
Altri	70,7	2,4	17,7	53,3	-5,4	15,1	12,6	17,4
<b>Totale</b>	<b>391,6</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>	<b>354,4</b>	<b>-5,2</b>	<b>100,0</b>	<b>17,0</b>	<b>37,2</b>

*La crescente diffusione delle catene globali del valore rende sempre più arbitrario valutare il contributo della domanda estera al valore aggiunto interno sulla sola base dell'ammontare lordo delle esportazioni, e sempre più complesso associare la prima destinazione delle esportazioni di un paese all'origine geografica della domanda finale che le ha attivate. I risultati di uno studio basato sul World Input-Output Database evidenziano che il ruolo dell'area dell'euro in termini di capacità di attivazione delle esportazioni e del valore aggiunto interno dell'Italia è meno rilevante di quanto emerge dalla*

tradizionale scomposizione delle nostre esportazioni per immediata destinazione geografica. Se nel 2011 le vendite ai paesi dell'area dell'euro rappresentavano circa il 38 per cento delle esportazioni italiane di beni e servizi, questi stessi paesi contribuivano per solo il 32 per cento circa all'impulso complessivo della domanda finale estera sulle esportazioni e sul valore aggiunto dell'Italia. Ciò dipende dalla forte integrazione produttiva tra le economie dell'area: una parte rilevante delle vendite italiane in tali mercati è costituita da input intermedi utilizzati per produrre beni e servizi che vengono poi esportati nei paesi al di fuori dell'area per soddisfare la domanda espressa da questi ultimi.

Da questi esercizi di scomposizione delle esportazioni italiane emerge, inoltre, che i servizi rappresentano una parte ampia e crescente degli input alla produzione esportata dalle imprese manifatturiere. Tra il 1999 e il 2011 la quota di valore aggiunto interno contenuto nelle esportazioni italiane di beni manufatti proveniente dal settore dei servizi è aumentata, dal 34 al 37 per cento.

*I servizi.* – Nel 2013 si è ampliato il surplus nel saldo dei servizi (2,6 miliardi, da 0,9 nel 2012; tav. 12.4), a seguito di una crescita delle esportazioni (2,1 per cento) e di un ristagno delle importazioni.

**Tavola 12.4**

<b>Interscambio di servizi</b> (miliardi di euro)						
VOCI	Crediti		Debiti		Saldi	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Viaggi	32,1	33,1	20,5	20,3	11,5	12,8
di cui: vacanze	19,4	20,7	8,0	7,6	11,4	13,2
motivi di lavoro	6,2	5,8	6,8	7,0	-0,7	-1,2
Trasporti	10,9	11,2	19,1	19,0	-8,3	-7,8
Altri servizi	38,8	39,2	41,2	41,5	-2,4	-2,3
di cui: costruzioni	0,6	0,5	0,4	0,1	0,2	0,4
finanziari e assicurativi	4,4	5,4	7,1	7,4	-2,6	-2,0
royalties e licenze	3,2	3,0	4,1	3,9	-0,9	-0,9
informatici e di informazione	2,1	2,3	3,5	3,3	-1,5	-0,9
comunicazioni	4,3	4,7	3,6	3,8	0,7	0,9
altri servizi per le imprese	22,9	22,4	20,3	20,9	2,7	1,5
<b>Totale</b>	<b>81,8</b>	<b>83,5</b>	<b>80,9</b>	<b>80,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>

Nei viaggi l'avanzo è salito a 12,8 miliardi, beneficiando di maggiori entrate e di una flessione delle uscite. Si è ridotta la spesa dei turisti provenienti dalla UE (soprattutto da Germania, Francia e Spagna), a fronte dell'accelerazione degli incassi dai paesi esterni alla UE, in particolare Stati Uniti, Svizzera e Russia (il settimo paese per valore degli introiti nel 2013). La spesa dei viaggiatori italiani all'estero è diminuita per il secondo anno consecutivo (-1,0 per cento); la caduta delle spese per vacanze, che ha continuato a risentire del calo dei consumi delle famiglie, è stata solo parzialmente compensata dalla crescita di quelle generate dai viaggi per motivi di lavoro.

Per il secondo anno consecutivo il disavanzo nel saldo dei servizi di trasporto è lievemente diminuito (a 7,8 miliardi), grazie soprattutto alla riduzione di quello nei trasporti aerei passeggeri (3,3 miliardi) dovuto all'incremento del numero di turisti stranieri; la quota di mercato delle compagnie aeree italiane si è invece mantenuta stazionaria. Per i trasporti di merci, il disavanzo è rimasto sui livelli dell'anno precedente; i minori volumi acquistati dall'estero hanno sostanzialmente controbilanciato noli in moderata crescita e quote di mercato dei vettori nazionali in calo.

*Secondo le stime basate sull'indagine sui trasporti internazionali è diminuita la quota di mercato dei vettori residenti nei servizi di trasporto merci da e per l'Italia, continuando una tendenza decrescente ormai decennale; nel 2013 la quota sui volumi movimentati è scesa all'11,5 per cento per il settore navale, al 26,0 per il trasporto su strada e al 15,6 per quello aereo. Dalla stessa indagine emerge che l'incidenza del costo del trasporto internazionale sul valore delle merci movimentate si è significativamente ridotta nell'arco di poco più di un ventennio (dal 5,4 per cento nel 1989 al 3,7 per cento nel 2013).*

*Studi econometrici evidenziano un andamento prociclico dei noli, accentuato nel settore navale dalla maggiore rigidità di offerta legata ai tempi di costruzione di nuovi mezzi. Nel comparto marittimo l'espansione del commercio internazionale ha portato a un incremento dei noli tra il 2003 e l'inizio del 2008, che ha più che controbilanciato gli effetti al ribasso esercitati dalla crescita del numero e della dimensione media delle navi. A partire dalla seconda metà del 2008 i costi del trasporto navale sono invece diminuiti in misura rilevante e sono poi rimasti mediamente su livelli inferiori a quelli ante crisi, per effetto di una situazione di eccesso di capacità a livello globale che si sta gradualmente riassorbendo.*

Dopo il forte miglioramento osservato l'anno precedente, il disavanzo negli altri servizi (diversi da viaggi e trasporti) è rimasto pressoché stabile nel 2013 (2,3 miliardi). Le esportazioni e le importazioni sono aumentate solo lievemente. Hanno fatto eccezione i servizi finanziari e del commercio, tra i pochi comparti che hanno mostrato una dinamica nel complesso positiva. L'aumento delle esportazioni di servizi è dovuto anche agli incrementi della vendita dei servizi per ricerca e sviluppo (R&S), informatici e per consulenze di impresa.

Dal lato della ripartizione geografica sono aumentate le esportazioni del complesso dei servizi diversi da viaggi e trasporti verso i paesi della UE e sono diminuite quelle nei confronti dell'area extra UE; le importazioni hanno registrato dinamiche inverse ma meno divergenti. Conseguentemente il disavanzo nei confronti dell'area UE è diminuito (a 6,0 miliardi) e il surplus verso i paesi extra UE si è ridotto (a 4,0 miliardi).

*Secondo i dati individuali di impresa (direct reporting) le transazioni con l'estero di servizi diversi da viaggi e trasporti sono realizzate in prevalenza dalle società di grande dimensione. L'interscambio internazionale dei servizi non riguarda solamente le imprese di servizi, ma in ampia misura anche quelle classificate come manifatturiere: in media, tra il 2009 e il 2012 queste ultime hanno realizzato quasi la metà delle esportazioni. Le imprese operanti nel comparto dei servizi sono prevalenti nelle vendite di servizi di comunicazione e di informatica, mentre quelle manifatturiere sono responsabili della maggior parte delle esportazioni di servizi di R&S e di royalties e licenze. Un quadro analogo è riscontrabile dal lato delle importazioni. Sia gli acquisti sia le vendite sono più orientati verso i paesi dell'Unione europea e in particolare verso l'area dell'euro. La dimensione di impresa non sembra influire significativamente sulla distribuzione per area geografica, ma tende ad accrescere il numero dei mercati esteri di controparte.*

*I redditi.* – Il disavanzo nei redditi si è ampliato nel 2013 (a 9,8 miliardi). Il peggioramento è derivato per 1,8 miliardi dalla riduzione dei redditi da investimenti diretti all'estero, una voce che può subire importanti revisioni entro la fine dell'anno in corso dovute all'acquisizione dei dati definitivi sui bilanci aziendali. Anche i redditi attivi da investimenti di portafoglio sono diminuiti (per 2,2 miliardi) a causa di minori interessi corrisposti agli investitori residenti, soprattutto ai detentori di titoli di debito esteri; un contributo positivo è invece arrivato dalla riduzione dei redditi passivi (per 1,2 miliardi), a seguito del minor premio per il rischio corrisposto sui titoli emessi e dei minori dividendi azionari pagati agli investitori esteri.

*I trasferimenti unilaterali.* – Il disavanzo nei trasferimenti correnti è lievemente diminuito (a 14,5 miliardi). L'incremento del deficit nei trasferimenti pubblici (arrivato a 11,9 miliardi), che riflette quasi interamente i flussi verso le istituzioni della UE, è stato più che controbilanciato dalla riduzione di quello nei trasferimenti privati. Tra

questi, le rimesse all'estero degli immigrati, che sulla spinta del forte aumento della popolazione straniera erano quasi raddoppiate tra il 2005 e il 2011, sono diminuite per il secondo anno consecutivo: vi hanno contribuito la flessione del tasso di occupazione della popolazione straniera (cfr. il capitolo 10: *Il mercato del lavoro*) e la protratta fase recessiva dell'economia italiana.

*Secondo i dati prodotti trimestralmente dalla Banca d'Italia sulla base delle segnalazioni degli operatori specializzati nel comparto (money transfer operator, banche e Poste italiane) tra il 2005 e il 2011 le rimesse verso l'estero dei lavoratori stranieri sono cresciute da 3,9 a 7,4 miliardi (in media il 12 per cento l'anno), per poi scendere a 6,8 miliardi nel 2012 e a 5,5 nel 2013. La crescita nei primi sette anni ha rispecchiato in particolare l'incremento dei flussi verso la Cina, al netto dei quali la dinamica positiva delle rimesse si è interrotta già nel 2008, divenendo negativa dal 2012. Tali flussi, mediamente più elevati di quelli indirizzati verso gli altri paesi e concentrati in un numero limitato di province di origine (Roma, Milano, Prato), potrebbero comprendere anche transazioni diverse dalle rimesse, come il regolamento di operazioni commerciali, la restituzione di prestiti o la distribuzione di profitti derivanti da attività imprenditoriali. In generale, oltre i quattro quinti delle somme inviate all'estero dai lavoratori stranieri provengono dalle regioni del Centro e del Nord (soprattutto Lazio e Lombardia); le rimesse dal Mezzogiorno, sebbene di ammontare complessivamente modesto, sono caratterizzate da importi pro capite più elevati della media, plausibilmente per la minore presenza di nuclei familiari e per i più difficili collegamenti con i paesi di origine, che possono scoraggiare l'utilizzo di canali informali (non osservabili) alternativi a quelli ufficiali. Tale fenomeno potrebbe invece essere rilevante per le rimesse verso i paesi più vicini (area dei Balcani e del Nord Africa), che sarebbero quindi sottostimate; un'evidenza in tal senso deriva dalla correlazione positiva storicamente osservata tra i flussi pro capite e la distanza delle economie riceventi.*

*Il conto capitale.* – Dopo il surplus del 2012, il saldo del conto capitale è risultato in equilibrio (-0,1 miliardi), a causa del peggioramento del saldo delle attività intangibili per consistenti acquisti dall'estero di diritti di emissione di anidride carbonica (nel 2012 vi erano state invece vendite di importo simile). L'avanzo nei confronti delle istituzioni della UE è stato pari a 4,2 miliardi.

### *Il conto finanziario*

*Gli investimenti diretti.* – Secondo dati ancora preliminari che saranno rivisti entro la fine dell'anno in corso, gli investimenti diretti all'estero nel 2013 sarebbero stati pari a 23,8 miliardi di euro, in aumento di 17,6 miliardi rispetto al valore dell'anno precedente. All'incremento, dovuto per circa metà a maggiori investimenti nel capitale azionario delle imprese estere partecipate, hanno contribuito anche i prestiti intrasocietari, in discontinuità con quanto osservato nel 2012, anno che era stato caratterizzato dal drenaggio di liquidità dalle controllate estere a favore degli investitori residenti.

*Secondo studi basati sull'indagine sulle imprese industriali e dei servizi, condotta annualmente dalle Filiali della Banca d'Italia, nel periodo successivo alla crisi del 2008-09 molte aziende italiane sono riuscite a mantenere la propria presenza all'estero, nella forma di esportazioni o di investimenti diretti; alcune l'hanno addirittura rafforzata, considerando l'internazionalizzazione una scelta strategica essenziale. La transizione verso forme più intense di attività sui mercati internazionali ha avuto effetti positivi sui risultati economici e occupazionali delle imprese che l'hanno adottata: una migliore tenuta del fatturato e dell'occupazione negli ultimi anni, una più rapida crescita del salario nominale medio (spiegata in parte dalla diminuzione degli addetti a mansioni meno qualificate), un livello di produttività mediamente più elevato. La quota non trascurabile di aziende che ha invece ridotto la propria presenza sull'estero, sia nel margine intensivo sia in quello estensivo, si trova oggi ad affrontare difficoltà maggiori. Analisi econometriche mostrano che le multinazionali già nel 2008-09 hanno avuto risultati migliori delle imprese domestiche e di quelle soltanto esportatrici; il divario si è ampliato nel periodo successivo. Le imprese che si internazionalizzano godono spesso di una condizione di partenza*

*più vantaggiosa rispetto alle altre, tuttavia ottengono ulteriori guadagni occupazionali e di produttività nel corso del tempo attraverso una riorganizzazione complessiva dell'attività produttiva, successiva alla decisione di investire all'estero e necessaria per beneficiarne appieno. Differenze nelle performance di impresa dipendono anche dal coinvolgimento nelle catene di produzione globali. Un'analisi condotta su un campione europeo di imprese manifatturiere con almeno dieci addetti (European Firms in a Global Economy, EFIGE) mostra che l'impatto della crisi del 2008-09 è stato fortemente eterogeneo a seconda del posizionamento lungo la filiera produttiva: la dinamica delle vendite delle imprese a monte della filiera è stata migliore di quelle in posizione intermedia, mediamente più piccole, con un livello inferiore di capitale umano, meno produttive e innovative.*

Nel 2013 sarebbero tornati ad affluire in Italia anche gli investimenti diretti esteri (12,4 miliardi) che nell'anno precedente erano stati quasi nulli, soprattutto per due importanti operazioni di acquisizione nei settori del “made in Italy” e dell'industria estrattiva.

*Rispetto alle altre economie avanzate, l'Italia riceve meno investimenti dall'estero. Su tale ritardo influisce anche il contesto istituzionale e normativo: nostre stime basate sugli indicatori Doing Business della Banca Mondiale mostrano che, se tempi e complessità delle regole e procedure del “fare impresa” in Italia fossero stati in linea con la media dell'area dell'euro, tra il 2006 e il 2012 i flussi di investimento esteri nel nostro paese sarebbero risultati superiori di circa il 15 per cento.*

*Gli investimenti di portafoglio.* – Nel 2013 il saldo degli investimenti di portafoglio ha registrato afflussi netti per 14,6 miliardi. Gli acquisti di titoli esteri effettuati dai residenti (20,6 miliardi) sono stati più che compensati da quelli di titoli italiani da parte dei non residenti (35,2 miliardi, il valore più elevato dal 2009).

Dopo le ingenti vendite di titoli di debito pubblico italiano (102 miliardi nel biennio 2011-12) connesse con la crisi del debito sovrano, lo scorso anno gli investitori esteri sono tornati ad acquistare titoli di portafoglio italiani, sia azioni (13,0 miliardi) sia titoli di debito (22,2 miliardi, di cui 13,5 emessi dalla Pubblica amministrazione). Gli acquisti di titoli di debito hanno riguardato quelli a breve scadenza (fino a un anno) del settore pubblico (17,0 miliardi), ma anche titoli a media e a lunga scadenza emessi da società private non bancarie (16,4 miliardi, in larga parte compensati da vendite di obbligazioni bancarie e del settore pubblico). Nei primi tre mesi del 2014 gli investitori esteri hanno acquistato circa 32 miliardi di titoli di debito pubblico a medio e a lungo termine, in relazione al miglioramento del clima di fiducia nei confronti dell'Italia.

Proseguendo una tendenza iniziata nel 2011 gli operatori residenti, a eccezione dei fondi comuni, hanno effettuato vendite nette di obbligazioni estere a medio e a lungo termine (25,8 miliardi). Per contro famiglie, assicurazioni e intermediari finanziari non bancari hanno investito soprattutto in azioni e quote di fondi comuni esteri (44,1 miliardi); una parte di tali flussi è legata allo spostamento degli investimenti da fondi di diritto italiano a fondi di diritto estero (cfr. il capitolo 17: *L'attività degli investitori istituzionali*).

*Gli altri investimenti.* – Nel 2013 gli “altri investimenti” hanno registrato deflussi netti per 23,4 miliardi. Le attività all'estero nella forma di prestiti e depositi si sono ridotte di 32,8 miliardi. Le banche residenti hanno diminuito le proprie attività di 43,3 miliardi, per metà crediti a breve termine e per l'altra metà depositi a vista (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Le attività sull'estero del settore pubblico sono invece aumentate di 14,6 miliardi, per stanziamenti nel capitale dello European Stability Mechanism (5,7 miliardi) e della Banca europea per gli investimenti (1,6 miliardi), e per la partecipazione alle operazioni di assistenza finanziaria effettuate dallo European Financial Stability Facility (6,8 miliardi). Queste ultime hanno comportato la registrazione di una corrispondente posta passiva, senza impatto sul saldo con l'estero.



Tavola 12.5

Posizione netta sull'estero (miliardi di euro)							
VOCI	Consistenze a fine 2012 (1)	Flussi (2)	Gennaio-dicembre 2013			Variazione delle consistenze (f)=(b)+(c)	Consistenze a fine 2013 (1)
			Aggiustamenti		Totali		
	(a)	(b)	(c)=(d)+(e)	(d)		(e)	(a)+(f)
<b>Operatori residenti non bancari</b>							
Attività	1.235,1	67,1	23,1	-7,3	30,4	90,2	1.325,3
Investimenti diretti	342,2	24,7	4,6	..	4,6	29,3	371,5
Investimenti di portafoglio	664,3	27,2	17,3	-7,3	24,7	44,6	708,8
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	355,7	45,0	25,5	-4,3	29,8	70,5	426,2
Altri investimenti	207,4	14,7	1,1	..	1,1	15,8	223,2
Strumenti derivati	21,2	0,5	0,1	..	0,1	0,6	21,8
Passività	1.414,9	40,6	26,8	-2,2	29,0	67,4	1.482,3
Investimenti diretti	255,4	9,3	7,1	..	7,1	16,5	271,8
Investimenti di portafoglio	906,7	36,9	21,9	-2,2	24,1	58,8	965,6
di cui: <i>azioni e fondi comuni</i>	118,8	8,4	11,8	..	11,8	20,2	139,0
Altri investimenti	198,3	-5,4	1,2	..	1,2	-4,2	194,2
Strumenti derivati	54,5	-0,3	-3,5	..	-3,5	-3,7	50,7
<b>Posizione netta</b>	<b>-179,8</b>	<b>26,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>1,5</b>	<b>22,8</b>	<b>-157,0</b>
<b>Banche residenti</b>							
Attività	489,1	-48,7	-43,9	-2,0	-41,9	-92,5	396,6
Passività	710,1	-28,5	-34,5	-1,7	-32,8	-63,0	647,1
<b>Posizione netta</b>	<b>-221,0</b>	<b>-20,1</b>	<b>-9,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-9,1</b>	<b>-29,5</b>	<b>-250,5</b>
<b>Banca centrale</b>							
Attività	213,8	-3,0	-34,2	-3,3	-30,9	-37,2	176,5
Passività	256,1	-21,3	..	..	..	-21,3	234,8
<b>Posizione netta</b>	<b>-42,3</b>	<b>18,3</b>	<b>-34,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-30,9</b>	<b>-15,9</b>	<b>-58,2</b>
<b>Totale settori</b>							
Totale attività	1.938,0	15,4	-55,0	-12,7	-42,3	-39,6	1.898,4
Totale passività	2.381,1	-9,3	-7,7	-3,9	-3,8	-17,0	2.364,1
<b>Totale posizione netta</b>	<b>-443,1</b>	<b>24,7</b>	<b>-47,3</b>	<b>-8,8</b>	<b>-38,5</b>	<b>-22,6</b>	<b>-465,7</b>

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

Dal lato delle attività, il ribasso del prezzo dell'oro ha comportato nel 2013 una riduzione di quasi 31 miliardi del valore delle riserve ufficiali della Banca d'Italia. Dal lato delle passività, l'aumento del valore dei titoli pubblici italiani detenuti da non residenti, legato alla discesa del premio per il rischio sovrano, ha determinato un peggioramento della posizione debitoria netta per 10,5 miliardi, poiché questi titoli sono contabilizzati al valore di mercato. Ancora più rilevante è stato l'incremento delle passività legato al valore dei titoli di portafoglio emessi da soggetti privati (per 28,3 miliardi), concentrato nella componente azionaria e nel settore bancario, anche in questo caso come conseguenza di una ripresa delle quotazioni. Questa rivalutazione delle passività si contrappone a quanto osservato nel 2011, allorché il deteriorarsi del

valore di mercato delle obbligazioni pubbliche italiane aveva portato a un miglioramento della posizione netta sull'estero dell'Italia (cfr. il capitolo 12: *La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero* nella Relazione sull'anno 2011).

*È stata recentemente aggiornata la stima dell'entità delle attività finanziarie non dichiarate detenute all'estero, basata sul confronto tra le statistiche bilaterali pubblicate dal Fondo monetario internazionale integrate con altre fonti (cfr. il capitolo 12: La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero nella Relazione sull'anno 2010). A livello globale la sottodichiarazione delle attività appare prevalentemente concentrata nei titoli di portafoglio; in tale comparto ammonterebbe a circa il 7 per cento del PIL mondiale (oltre 5.000 miliardi di dollari a fine 2012) e consisterebbe soprattutto in quote di fondi comuni investiti in centri finanziari (in particolare il Lussemburgo) e paesi offshore. Pur nella difficoltà di ripartire questa stima per singolo paese detentore, si valuta che la quota di pertinenza italiana potrebbe avere un ordine di grandezza pari a quasi otto punti di PIL per il complesso dei titoli di portafoglio (circa 120 miliardi di euro a fine 2012). Considerando anche i depositi bancari detenuti all'estero e non dichiarati, si arriverebbe a una consistenza di entità tra i nove e i dieci punti di PIL. I recenti sviluppi in tema di contrasto all'evasione e gli accordi di voluntary disclosure conclusi dalla Svizzera con alcuni paesi europei (a cui potrebbe aggiungersi l'Italia) potrebbero nel prossimo futuro incidere significativamente sull'ammontare e sulla distribuzione geografica di tale fenomeno.*

## 13. LA FINANZA PUBBLICA

Nel 2013 la politica di bilancio ha avuto un orientamento meno restrittivo rispetto all'anno precedente. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è rimasto stabile al 3,0 per cento del PIL, a fronte dell'ulteriore calo del prodotto. L'avanzo primario è sceso lievemente, al 2,2 per cento, rimanendo superiore di oltre tre punti alla media degli altri paesi della UE. L'incidenza del debito sul prodotto è salita dal 127,0 al 132,6 per cento; circa un terzo dell'aumento delle passività ha finanziato il sostegno ai paesi della UEM e l'accelerazione del pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche, che si sono significativamente ridotti.

Per il 2014 il Documento di economia e finanza (DEF) stima un calo dell'indebitamento netto al 2,6 per cento del PIL, in linea con le recenti previsioni della Commissione europea. Il disavanzo strutturale scenderebbe di 0,2 punti (allo 0,6 per cento del PIL), meno dei 0,5 punti richiesti dalle regole di bilancio della UE, recepite nell'ordinamento italiano. La temporanea deviazione dalle regole, richiesta dal Governo, è stata approvata dal Parlamento; la sua ammissibilità sarà valutata nel mese di giugno dalla Commissione europea. L'incidenza del debito salirebbe di ulteriori 2,3 punti percentuali.

Con un decreto dello scorso aprile il Governo ha introdotto per il 2014 sgravi di imposta, per la maggior parte temporanei, per oltre 7 miliardi, finanziati con aumenti di entrate, anch'essi in gran parte transitori, e riduzioni di spese. Tenendo conto anche di questo provvedimento, sulla base delle valutazioni ufficiali la pressione fiscale rimarrebbe invariata; il miglioramento programmato per l'avanzo primario (di 0,4 punti percentuali del PIL) deriverebbe dalla riduzione dell'incidenza delle spese primarie. L'andamento del fabbisogno nei primi mesi appare coerente con un lieve calo dell'indebitamento netto.

Dal 2015 il Governo programma di tornare su un sentiero di riequilibrio in linea con le regole di bilancio: il prossimo anno l'indebitamento netto scenderebbe all'1,8 per cento del PIL; quello strutturale di 0,5 punti percentuali, raggiungendo il sostanziale pareggio. Per conseguire gli obiettivi il DEF indica la necessità di una correzione di 0,3 punti percentuali del prodotto. Ulteriori risorse, che nelle intenzioni del Governo sarebbero essenzialmente reperite con l'azione di revisione della spesa, consentirebbero di rendere permanente la riduzione del cuneo fiscale introdotta con il decreto di aprile, evitare aumenti di entrate già inclusi nei conti tendenziali a legislazione vigente e finanziare la parte considerata irrinunciabile delle maggiori esigenze individuate nei conti tendenziali a politiche invariate (che scontano la piena conferma dei programmi in essere).

## LA FINANZA PUBBLICA NEL 2013

### *La politica di bilancio per il 2013: obiettivi e risultati*

L'obiettivo per l'indebitamento netto del 2013 era indicato nello 0,5 per cento del PIL nel Documento di economia e finanza (DEF) dell'aprile 2012. È stato rivisto più volte al rialzo, fino al 3,0 per cento lo scorso settembre (tav. 13.1). Allo stesso modo, quello per l'avanzo primario veniva ridotto dal 4,9 al 2,4 per cento.

Tavola 13.1

Obiettivi, stime e consuntivo dei conti pubblici per l'anno 2013 (miliardi di euro e percentuali del PIL)								
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:			
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Disavanzo strutturale	Debito (1)	Crescita % del PIL reale	PIL nominale	Disavanzo strutturale 2012	Indebita- mento netto 2012
<b>Obiettivi</b>								
DEF 2012 (aprile 2012) (2)	8,6	79,9	....	1.977,1	0,5	1.626,9	....	27,2
<i>in percentuale del PIL</i>	0,5	4,9	-0,6	121,5			0,4	1,7
<i>Nota di aggiornamento del</i> DEF 2012 (settembre 2012)	....	....	....	....	-0,2	1.582,4	....	41,2
<i>in percentuale del PIL</i>	1,8	3,8	0,0	126,1			0,9	2,6
<i>Nota di aggiornamento del</i> DEF 2013 (settembre 2013)	....	....	....	2.069,5	-1,7	1.557,3	....	47,6
<i>in percentuale del PIL</i>	3,0	2,4	0,4	132,9			1,3	3,0
<b>Stime in corso d'anno</b>								
DEF 2013 (aprile 2013) (2)	45,4	38,5	....	2.051,4	-1,3	1.573,2	....	47,6
<i>in percentuale del PIL</i>	2,9	2,4	0,0	130,4			1,2	3,0
<i>Nota di aggiornamento del</i> DEF 2013 (settembre 2013)	48,7	35,2	....	....	-1,7	1.557,3	....	47,6
<i>in percentuale del PIL</i>	3,1	2,3	0,5	133,0			1,3	3,0
<i>Documento programmatico di</i> <i>bilancio 2014 (ottobre 2013)</i>	....	....	....	....	-1,8	....	....	....
<i>in percentuale del PIL</i>	3,0	2,4	0,5	132,9			....	3,0
<b>Consuntivo (3)</b>	<b>47,3</b>	<b>34,7</b>	<b>....</b>	<b>2.069,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>1.560,0</b>	<b>....</b>	<b>47,4</b>
<i>in percentuale del PIL</i>	3,0	2,2	....	132,6			....	3,0

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

*Nell'aprile del 2012 l'obiettivo di disavanzo per lo stesso anno era pari all'1,7 per cento del PIL; la stima veniva portata al 2,6 per cento nel successivo mese di settembre. Il risultato di consuntivo, pari al 3,0 per cento, consentiva il rispetto degli impegni presi in sede europea e la conseguente abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi da parte del Consiglio della UE a giugno del 2013.*

Le revisioni hanno riflesso in larga misura il progressivo peggioramento congiunturale: il calo del prodotto nel complesso del biennio 2012-13, previsto in 0,7 punti nell'aprile del 2012, era stimato in 4,3 punti a ottobre del 2013, sostanzialmente in linea con il dato di consuntivo; il divario è ancora più ampio in termini di PIL nominale. Circa mezzo punto percentuale della revisione al rialzo dell'obiettivo di disavanzo è attribuibile a interventi di bilancio e, in particolare, al provvedimento dell'aprile del

2013 volto ad accelerare il pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il paragrafo: *Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche*).

*Secondo le stime ufficiali, la legge di stabilità 2013 (L. 24.12.2012, n. 228) ha accresciuto il disavanzo del 2013 di 0,1 punti percentuali del PIL (cfr. il paragrafo del capitolo 13: La politica di bilancio e le manovre correttive per il triennio 2013-15 nella Relazione sull'anno 2012).*

Dopo il decreto di aprile sono stati introdotti vari provvedimenti – volti a sostenere l'economia, l'occupazione e il reddito delle famiglie e a far fronte a emergenze sociali e a calamità naturali – che non hanno avuto, in base alle valutazioni ufficiali, un impatto sull'indebitamento netto (tav. 13.2). La copertura si è basata soprattutto su aumenti delle imposte indirette, degli acconti di alcune imposte dirette e su riduzioni delle spese.

*Alla fine di aprile sono state adottate misure a favore delle popolazioni colpite da calamità naturali e per affrontare altre emergenze di tipo ambientale (DL 26.4.2013, n. 43). Gli interventi sono stati finanziati attraverso l'aumento dell'imposta di bollo e riduzioni di spesa. In maggio sono stati rifinanziati alcuni ammortizzatori sociali in deroga, principalmente attraverso l'utilizzo delle risorse del fondo per gli sgravi contributivi per la contrattazione di secondo livello (DL 21.5.2013, n. 54). È stato inoltre sospeso per tre mesi il versamento della prima rata dell'Imu sugli immobili destinati ad abitazione principale e assimilati (con l'esclusione di quelle di lusso e di pregio artistico o storico).*

*In giugno sono state prorogate le agevolazioni fiscali per le ristrutturazioni edilizie e la riqualificazione energetica, finanziandole con riduzioni di spese e modifiche nella disciplina dell'IVA per il settore dell'editoria e per alcuni prodotti alimentari (DL 4.6.2013, n. 63). Con il decreto del "fare", sono state introdotte misure per sbloccare le opere in corso e per avviare nuovi lavori; sono state inoltre previste semplificazioni nel settore dell'edilizia. Per la copertura sono state utilizzate risorse già stanziare per interventi in conto capitale, è stata ampliata la sfera di applicazione dell'addizionale Ires nel settore dell'energia e aumentata l'accisa sui carburanti (DL 21.6.2013, n. 69). Con il DL 28.6.2013, n. 76, è stato posticipato da luglio a ottobre l'aumento di un punto dell'aliquota ordinaria dell'IVA previsto dalla legge di stabilità 2013 e sono state introdotte misure per favorire l'occupazione giovanile e le piccole imprese. A copertura, è stata aumentata di un punto percentuale la misura della seconda rata dell'acconto dell'Irpef, dell'Ires e dell'IRAP e di dieci punti quella dell'acconto dell'imposta sugli interessi dei depositi e conti correnti bancari.*

*Alla fine di agosto è stata definitivamente cancellata la prima rata dell'Imu sugli immobili destinati ad abitazione principale; è stata rifinanziata la Cassa integrazione guadagni in deroga; sono state destinate risorse a favore dei lavoratori salvaguardati dalla riforma pensionistica del dicembre 2011 e per rendere più sostenibili gli oneri connessi con il pagamento di mutui e dei canoni di locazione; è stato facilitato l'accesso al credito per l'acquisto della prima casa. Era previsto che gli interventi fossero finanziati da riduzioni di alcune voci di spesa, dal maggiore gettito dell'IVA atteso dall'accelerazione del pagamento dei debiti commerciali e dal risarcimento richiesto ai concessionari della rete telematica dei giochi (DL 31.8.2013, n. 102). Qualora nei mesi successivi queste entrate fossero risultate inferiori alle attese, era previsto un aumento degli acconti dell'Ires e dell'IRAP e un innalzamento delle accise; questa clausola di salvaguardia è stata effettivamente attivata con il DM 30.11.2013. In settembre sono state stanziare risorse per l'edilizia scolastica; gli interventi sono stati finanziati da un aumento delle accise sulle bevande alcoliche e da modifiche alle imposte ipotecarie e catastali (DL 12.9.2013, n. 104).*

*In novembre è stata abolita anche la seconda rata dell'Imu sulle abitazioni principali e assimilate. Per compensare le minori entrate (-2,2 miliardi), è stato previsto un acconto sull'imposta sostitutiva dovuta sui rendimenti del risparmio amministrato e sono stati introdotti, per le società assicurative e gli enti creditizi e finanziari, un ulteriore aumento di 27,5 punti percentuali dell'acconto dell'Ires e dell'IRAP (che, secondo le valutazioni ufficiali, avrebbe accresciuto il gettito del 2013 e ridotto quello del 2014 di 1,5 miliardi) e un'addizionale Ires di 8,5 punti percentuali per il periodo di imposta 2013 (DL 30.11.2013, n. 133). A consuntivo, in base ai criteri della contabilità nazionale, l'Istat non ha incluso tra le entrate di competenza dell'anno il gettito derivante dall'aumento dell'acconto dell'IRAP per 1,1 miliardi; per contro, i dati di cassa suggeriscono che sia stato versato a titolo di acconto dell'Ires più di quanto atteso nelle stime ufficiali.*

Nel mese di ottobre veniva inoltre adottato un provvedimento correttivo per garantire il rispetto del limite del 3,0 per cento del PIL, a fronte di una previsione tendenziale dell'indebitamento netto del 3,1 indicata nella *Nota di aggiornamento del*

**Effetti dei provvedimenti approvati nel 2013  
sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)**  
(milioni di euro)

VOCI	2013	2014	2015
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>8.821</b>	<b>6.397</b>	<b>5.504</b>
<b>Maggiori entrate (A)</b>	<b>5.639</b>	<b>4.191</b>	<b>2.938</b>
Maggior gettito IVA per pagamento debiti commerciali (2)(9)	540	600	0
Riduzione fondo per gli sgravi contributivi di secondo livello (3)(9)	500	0	0
Disciplina IVA somministrazione alimenti e bevande e prodotti editoriali (4)	0	194	194
Ampliamento addizionale Ires nel settore dell'energia (5)	0	0	150
Incrementi degli acconti Irpef, Ires, IRAP e addizionale Ires (6)(9)	1.324	668	0
Incremento acconti ritenute interessi per depositi e c/c bancari (6)	209	0	0
Imposta consumo succedanei dei prodotti da fumo e incremento aliquota tabacchi (6)(7)	0	167	167
Riduzione limite massimo della spesa per premi assicurativi detraibili ai fini Irpef (9)	0	459	661
Risarcimento danno erariale concessionari rete telematica del gioco lecito (9)	340	0	0
Entrate derivanti dalle componenti tariffarie sull'energia elettrica (9)	300	0	0
Aumento accisa benzina e gasolio (9)	0	0	671
Imposta ipotecaria e catastale su trasferimento a titolo oneroso di immobili (10)	0	120	120
Incremento di 27,5 punti percentuali acconto Ires e IRAP per enti creditizi e finanziari (12)	1.496	0	0
Addizionale Ires di 8,5 punti percentuali per enti creditizi e finanziari (12)	0	1.536	0
Introduzione acconto imposta sostitutiva sul risparmio amministrato (12)	670	0	0
Altro (3)(4)(5)(6)(7)(8)(10)(13)(14)	261	447	975
<b>Minori spese (B)</b>	<b>-3.182</b>	<b>-2.206</b>	<b>-2.565</b>
Riduzione dotazione Fondi vari (2)(3)(4)	-183	-105	-666
Ridefinizione rapporti con la società Stretto di Messina e altre opere pubbliche (5)	-150	-395	-592
Fondi strutturali 2007-2013 e rimodulazione del Piano di azione e coesione (6)	-208	-358	-329
Riduzione di stanziamenti e categorie di spesa (9)(10)(11)	-1.710	-206	-249
Altro (2)(3)(5)(6)(8)(9)(10)(11)(13)(14)	-931	-1.142	-729
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>14.976</b>	<b>5.305</b>	<b>4.515</b>
<b>Minori entrate (C)</b>	<b>-5.965</b>	<b>-2.645</b>	<b>-1.938</b>
Differimento al 1° ottobre 2013 dell'incremento dell'IVA ordinaria (6)	-1.059	0	0
Incrementi degli acconti Irpef, Ires, IRAP e addizionale Ires (6)(9)	0	-1.113	-668
Incremento acconti ritenute interessi per depositi e c/c bancari (6)	0	0	-209
Misure in materia di Imu (9)(12)	-4.605	-79	-79
Incremento di 27,5 punti percentuali dell'acconto Ires e IRAP (12)	0	-1.496	0
Altro (2)(3)(4)(5)(6)(7)(8)(9)(10)(13)(14)	-301	43	-982
<b>Maggiori spese (D)</b>	<b>9.010</b>	<b>2.660</b>	<b>2.577</b>
Pagamenti dei debiti commerciali in c/capitale (2)	7.500	0	0
Ammortizzatori sociali e misure sull'occupazione (3)(4)(6)(9)	788	474	349
Fondo sblocca cantieri (5)	195	470	662
Settore culturale (5)(7)(10)	2	238	214
Scuola e università (5)(10)	10	355	411
Interessi passivi derivanti dai pagamenti dei debiti commerciali (9)	0	190	248
Altro (2)(3)(5)(6)(7)(8)(9)(10)(11)(12)(13)(14)	515	933	693
<b>Variazione netta entrate (E=A+C)</b>	<b>-326</b>	<b>1.546</b>	<b>1.000</b>
<b>Variazione netta spese (F=B+D)</b>	<b>5.829</b>	<b>454</b>	<b>12</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>6.155</b>	<b>-1.092</b>	<b>-988</b>
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>

Fonte: elaborazione su valutazioni ufficiali contenute in vari documenti del Ministero dell'Economia e delle finanze: *Nota di aggiornamento* del DEF 2013, *La manovra di finanza pubblica per il 2014* e DEF 2014.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) DL 35/2013 (convertito in L. 64/2013). – (3) DL 54/2013 (c.to in L. 85/2013). – (4) DL 63/2013 (c.to in L. 90/2013). – (5) DL 69/2013 (c.to in L. 98/2013). – (6) DL 76/2013 (c.to in L. 99/2013). – (7) DL 91/2013 (c.to in L. 112/2013). – (8) DL 101/2013 (c.to in L. 125/2013). – (9) DL 102/2013 (c.to in L. 124/2013) integrato degli effetti della clausola di salvaguardia attivata con il DM 30.11.2013. – (10) DL 104/2013 (c.to in L. 128/2013). – (11) DL 120/2013 (c.to in L.137/2013). – (12) DL 133/2013 (c.to in L. 5/2014). – (13) DL 145/2013 (c.to in L. 9/2014). – (14) DL 150/2013 (c.to in L. 15/2014).

DEF 2013; erano previste dismissioni immobiliari, riduzioni di spese e modifiche alle regole del Patto di stabilità interno per i Comuni (DL 15.10.2013, n. 120).

A consuntivo l'indebitamento netto del 2013 è rimasto stabile al 3,0 per cento del PIL, 0,4 punti percentuali al di sotto della media degli altri paesi della UE; l'avanzo primario è sceso di 0,3 punti percentuali, al 2,2 per cento (tav. 13.3). Le entrate sono diminuite dello 0,3 per cento, in linea con la dinamica del prodotto nominale (cfr. il paragrafo: *Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche*). Le spese si sono ridotte dello 0,2 per cento grazie alle minori erogazioni per interessi e in conto capitale.

Tavola 13.3

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)											
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Entrate	44,3	43,9	45,5	46,5	46,5	47,1	46,7	46,5	48,1	48,2	
Spese (2)	47,8	48,3	49,0	48,2	49,2	52,5	51,2	50,3	51,1	51,2	
di cui: <i>interessi</i>	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	5,0	5,5	5,3	
Avanzo primario	1,2	0,2	1,2	3,4	2,5	-0,8	0,1	1,2	2,5	2,2	
Indebitamento netto	3,5	4,4	3,4	1,6	2,7	5,5	4,5	3,7	3,0	3,0	
Fabbisogno complessivo	3,6	5,0	3,9	1,7	3,2	5,7	4,5	4,0	4,3	4,9	
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari	4,2	5,3	3,9	1,9	3,2	5,8	4,5	4,1	4,8	5,1	
Debito	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,3	120,7	127,0	132,6	
Debito al netto del sostegno finanziario ai paesi della UEM (3)	103,7	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,0	119,9	124,3	129,1	

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.  
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. – (3) Al netto dei prestiti diretti alla Grecia, della quota di pertinenza dell'Italia di quelli erogati attraverso lo European Financial Stability Facility (EFSF) e del contributo al capitale dell'ESM.

A settembre del 2014, con l'entrata in vigore del nuovo sistema europeo dei conti nazionali (SEC 2010), la spesa per interessi sarà rivista, anche retrospettivamente, per escludere i flussi netti di interesse generati da swap e forward rate agreement. Questa modifica, in assenza di altre revisioni, determinerà una riduzione dell'indebitamento netto del 2013 al 2,8 per cento del PIL e di quello del 2012 al 2,9 (cfr. il paragrafo: *Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche*).

Come nel precedente biennio, anche nel 2013 le entrate e le spese primarie sono risultate inferiori a quanto indicato dal Governo in aprile e in settembre. Gli scostamenti sono solo in parte attribuibili agli interventi in corso d'anno e, per le entrate, all'andamento meno favorevole del previsto dell'economia.

Nel 2013 la politica di bilancio ha avuto ancora un orientamento restrittivo, sebbene notevolmente attenuato rispetto al 2012: l'aumento dell'avanzo primario corretto per il ciclo economico è stato di poco meno di mezzo punto percentuale, a fronte di quasi due punti nell'anno precedente. L'avanzo primario strutturale (ossia al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee) è aumentato di 0,1 punti percentuali del PIL (fig. 13.1; per la metodologia di calcolo dell'avanzo primario strutturale, cfr. il capitolo 11: *L'indebitamento netto nel 2006* nella Relazione sull'anno 2006).

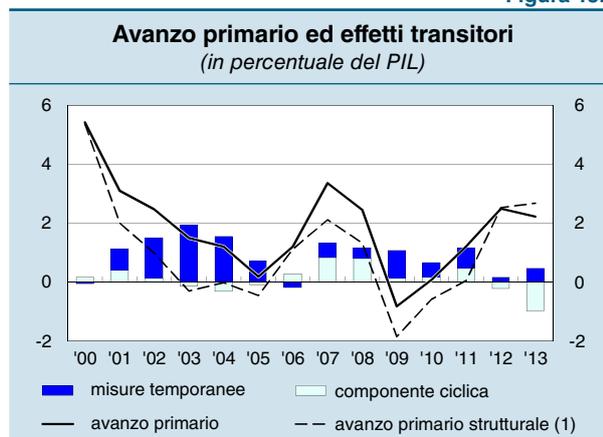
Il ciclo economico ha contribuito ad accrescere il disavanzo per quasi 0,8 punti percentuali del PIL rispetto al 2012; per contro, le misure temporanee lo hanno ridotto per 0,3 punti. Il contributo delle misure temporanee è riconducibile principalmente al gettito straordinario dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori contabili e a quello derivante dall'aumento della misura dell'acconto dell'Ires per le banche e per le società finanziarie e all'introduzione di un acconto del 100 per cento

sull'imposta sostitutiva dovuta sui rendimenti del risparmio amministrato. Nelle stime della Commissione europea e in quelle contenute nel DEF, il miglioramento dell'avanzo primario strutturale è pari a circa 0,4 punti.

L'indicatore qui utilizzato per misurare l'orientamento della politica di bilancio (la variazione dell'avanzo primario corretto per il ciclo economico, in linea con la prassi internazionale) non tiene conto dei ritardi con cui le finanze pubbliche esercitano effetti sull'attività economica e di altri fattori potenzialmente importanti. Il primo aspetto è particolarmente rilevante per il 2013; infatti la forte restrizione attuata nel 2012 ha avuto effetti significativi anche sul tasso di crescita dell'economia nell'anno successivo.

Per contro, la forte accelerazione dei pagamenti di debiti commerciali relativi a spese correnti (che non incidono sull'avanzo primario) ha reso meno difficile la situazione finanziaria delle imprese e influenzato positivamente la domanda aggregata.

Figura 13.1



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

## Le entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche

*Le entrate.* – Nel 2013 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono diminuite dello 0,3 per cento (circa 1,9 miliardi), in linea con la dinamica del prodotto nominale. Gli effetti netti delle misure discrezionali disposte a partire dal 2011 sono stati sostanzialmente nulli.

Dopo l'aumento registrato nel 2012 (1,5 punti percentuali), la pressione fiscale è scesa nel 2013 di quasi due decimi di punto, al 43,8 per cento (tav. 13.4), risultando comunque 2,1 punti sopra a quella media degli altri paesi dell'area dell'euro.

Tavola 13.4

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)										
(in percentuale del PIL)										
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Imposte dirette	13,3	13,2	14,3	15,0	15,2	14,6	14,6	14,3	15,1	15,3
Imposte indirette	14,0	14,1	14,8	14,6	13,7	13,6	14,0	14,0	15,0	14,5
Imposte in c/capitale	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	0,4	0,1	0,3
<b>Pressione tributaria</b>	<b>27,8</b>	<b>27,5</b>	<b>29,1</b>	<b>29,6</b>	<b>28,9</b>	<b>29,0</b>	<b>28,8</b>	<b>28,8</b>	<b>30,2</b>	<b>30,0</b>
Contributi sociali	12,6	12,6	12,6	13,1	13,7	14,0	13,8	13,7	13,8	13,8
<b>Pressione fiscale</b>	<b>40,4</b>	<b>40,1</b>	<b>41,7</b>	<b>42,7</b>	<b>42,6</b>	<b>43,0</b>	<b>42,6</b>	<b>42,5</b>	<b>44,0</b>	<b>43,8</b>
Altre entrate correnti	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	3,8	3,9	3,8	3,8	4,0
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
<b>Totale entrate</b>	<b>44,3</b>	<b>43,9</b>	<b>45,5</b>	<b>46,5</b>	<b>46,5</b>	<b>47,1</b>	<b>46,7</b>	<b>46,5</b>	<b>48,1</b>	<b>48,2</b>

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

*Secondo gli ultimi dati dell'OCSE, nel 2013 in Italia il cuneo fiscale relativo a un lavoratore dipendente senza carichi familiari e con una retribuzione lorda pari a quella media dei lavoratori a tempo pieno del settore industriale e dei servizi è pari al 47,8 per cento del costo del lavoro. Questo valore è superiore di circa 5,4 punti percentuali a quello medio degli altri paesi dell'area dell'euro, calcolato dall'OCSE escludendo Cipro, Lettonia e Malta. La differenza è ancora più accentuata (7 punti in più) per un lavoratore con coniuge e due figli a carico, per il quale il cuneo fiscale è pari al 38,2 per cento. Per quanto concerne invece il prelievo sui redditi di impresa, secondo i più recenti dati dell'Eurostat, nel 2013 l'aliquota legale in Italia è superiore a quella degli altri paesi dell'area di circa 6 punti percentuali; tale aliquota è tuttavia sostanzialmente in linea con quella media di Germania, Francia e Spagna. Va inoltre considerato che l'Aiuto alla crescita economica (ACE) ridurrà progressivamente l'aliquota effettiva.*

A fronte di un andamento dei contributi sociali (-0,5 per cento) sostanzialmente in linea con la dinamica del prodotto, le entrate tributarie correnti si sono ridotte dell'1,5 per cento; vi ha influito il netto calo delle imposte indirette (-3,6 per cento), principalmente legato alla flessione del gettito dell'IVA e di quello dell'Imu. Quest'ultimo è sceso di 3,6 miliardi (a 20,2), riflettendo l'abolizione del prelievo sulle abitazioni principali non di lusso e su altre fattispecie minori (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*).

*Per il secondo anno consecutivo sono diminuite le entrate dell'IVA (-2,1 per cento; -2,0 miliardi), nonostante gli effetti indotti dal pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e l'incremento (da ottobre) dal 21 al 22 per cento dell'aliquota ordinaria; la contrazione ha riguardato soprattutto la componente relativa alle importazioni. LIRAP è scesa di 1,2 miliardi (a 32,0); in base al principio della competenza economica, tale dato non include gli introiti derivanti dalla maggiorazione della seconda rata dell'acconto (pari a 1,1 miliardi; cfr. il paragrafo: La politica di bilancio per il 2013: obiettivi e risultati). È infine diminuito il gettito delle accise sugli oli minerali e sull'energia elettrica (complessivamente -4,8 per cento; -1,5 miliardi), come anche quello dell'imposta sui tabacchi (-5,2 per cento; -0,6 miliardi). Sono invece significativamente cresciute le entrate relative all'imposta di bollo (33,5 per cento; 1,7 miliardi), anche per l'aumento dell'aliquota sulle comunicazioni relative ai prodotti finanziari previsto dalla manovra economica della fine del 2011.*

Le imposte dirette sono cresciute dello 0,6 per cento, riflettendo l'aumento del gettito dell'Ires e di quello di alcune imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie. Le entrate in conto capitale sono notevolmente aumentate (57,3 per cento; 3,4 miliardi), sospinte soprattutto dal gettito dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio.

*Sono significativamente cresciuti il gettito: (a) dell'Ires (7,6 per cento; 2,5 miliardi), anche per effetto degli aumenti della misura degli acconti disposti nel corso dell'anno (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Imposte dirette); (b) delle ritenute sugli interessi e sugli altri redditi da capitale (12,9 per cento; 1,2 miliardi); (c) dell'imposta sulle riserve matematiche delle società assicuratrici, che è quasi quadruplicato (a 1,0 miliardi) anche per l'aumento dell'aliquota disposto dalla legge di stabilità 2013. Sono invece diminuite le entrate dell'Irpef di competenza erariale (-1,8 per cento; -2,9 miliardi), riflettendo l'andamento dell'autotassazione e quello delle ritenute dei lavoratori autonomi. Tra le imposte in conto capitale, va segnalato il gettito dell'imposta sostitutiva sul riallineamento dei valori di bilancio (2,5 miliardi, 0,8 nel 2012) e quello della maggiorazione sulla Tares riservata allo Stato (0,9 miliardi).*

*Le spese.* – Nel 2013 le spese delle Amministrazioni pubbliche (tav. 13.5) sono diminuite in termini nominali dello 0,2 per cento. La riduzione è dovuta alla flessione degli oneri per interessi e all'ulteriore calo degli esborsi in conto capitale; la spesa primaria e quella primaria corrente sono tornate a crescere, rispettivamente, dopo tre e due anni consecutivi di contrazione.

Tavola 13.5

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Redditi da lavoro dipendente	10,7	10,9	10,9	10,6	10,8	11,3	11,1	10,7	10,5	10,5
Consumi intermedi	5,3	5,4	5,1	5,1	5,4	5,9	5,8	5,8	5,6	5,6
Prestazioni sociali in natura	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8
Prestazioni sociali in denaro	16,8	16,9	16,9	17,0	17,6	19,2	19,2	19,3	19,9	20,5
Interessi	4,7	4,6	4,6	5,0	5,2	4,7	4,6	5,0	5,5	5,3
di cui: <i>swap e forward rate agreement</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Altre spese correnti	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	4,2	4,1	3,7	3,7	3,9
<b>Totale spese correnti</b>	<b>43,9</b>	<b>44,2</b>	<b>44,0</b>	<b>44,1</b>	<b>45,4</b>	<b>48,1</b>	<b>47,8</b>	<b>47,2</b>	<b>48,0</b>	<b>48,5</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi</i>	39,1	39,6	39,3	39,1	40,3	43,5	43,2	42,2	42,5	43,2
Investimenti fissi lordi (2)	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,5	2,2	2,0	1,9	1,7
Altre spese in conto capitale	1,5	1,7	2,7	1,7	1,5	1,9	1,3	1,1	1,2	1,0
<b>Totale spese in conto capitale (2)</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>
<b>Totale spese (2)</b>	<b>47,8</b>	<b>48,3</b>	<b>49,0</b>	<b>48,2</b>	<b>49,2</b>	<b>52,5</b>	<b>51,2</b>	<b>50,3</b>	<b>51,1</b>	<b>51,2</b>
di cui: <i>spese al netto degli interessi (2)</i>	43,1	43,7	44,3	43,2	44,0	47,9	46,6	45,3	45,6	46,0

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

L'aumento della spesa primaria corrente (1,3 per cento) ha riflesso principalmente quello delle prestazioni sociali in denaro (2,7 per cento): la spesa per pensioni è salita del 2,2 per cento, mentre la componente non pensionistica, sospinta dalle erogazioni relative agli ammortizzatori sociali, è cresciuta del 6,3.

*Per il secondo anno consecutivo, l'adeguamento alla dinamica dei prezzi dei trattamenti pensionistici (3,0 per cento nel 2013) non ha riguardato le pensioni di importo superiore a tre volte il livello minimo, come disposto dal DL 6.12.2011, n. 201. La legge di stabilità 2014 ha esteso il blocco anche all'anno in corso, ma solo per le pensioni superiori a sei volte il minimo e per la parte eccedente tale soglia. Sia il numero di nuove pensioni liquidate nell'anno sia quello dei trattamenti in essere sarebbero diminuiti rispetto al 2012, risentendo dei più stringenti requisiti per il pensionamento stabiliti dalla riforma pensionistica del dicembre 2011.*

La spesa per i redditi da lavoro è diminuita dello 0,7 per cento, proseguendo la flessione iniziata nel 2011; vi hanno inciso l'ulteriore calo dell'occupazione (-0,7 per cento, -8,3 dal massimo registrato nel 2006), che ha risentito degli stringenti limiti al turnover, e il blocco della contrattazione.

*Il limite al turnover, fissato dal 2010 al 20 per cento delle unità cessate nell'anno precedente, rimarrà in vigore fino al 2014; dal 2015 il limite sarà elevato al 50 per cento, per poi crescere gradualmente negli anni successivi (fino al 100 per cento, in termini di spesa, dal 2018). Con il blocco della contrattazione, inizialmente previsto per il triennio 2011-13 e poi prolungato al 2014, sono state congelate per quattro anni le retribuzioni al livello del 2010. Al solo personale della scuola sono stati riconosciuti nel 2013 gli scatti di anzianità, finanziandoli con risorse provenienti dal comparto scolastico. Il divario tra le retribuzioni unitarie lorde delle Amministrazioni pubbliche e quelle del settore privato, che risente soprattutto delle differenze nelle caratteristiche dei lavoratori (ad es. il livello di istruzione), è sceso dal 33 per cento nel 2010 al 24 nel 2013, riportandosi sul livello del 2000.*

La spesa per le prestazioni sociali in natura, che per oltre il 90 per cento riguarda la sanità (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*), è diminuita dello 0,6 per cento (-5,1 rispetto al 2010). I consumi intermedi sono scesi dell'1,7 per cento (-3,2 per cento nel 2012), risentendo delle misure di contenimento della spesa varate dalla seconda metà del 2011.

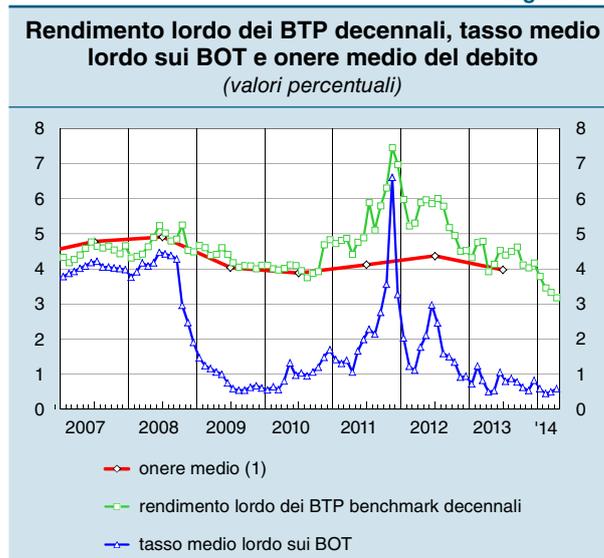
La spesa in conto capitale, escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari (che vengono contabilizzati in riduzione degli investimenti), ha registrato una flessione del 12,9 per cento, che segue il forte calo del precedente triennio. La riduzione ha riguardato anche la componente relativa alla spesa per investimenti (-9,5 per cento rispetto al 2012; -29,0 per cento nell'ultimo quadriennio), nonostante le risorse stanziare dai provvedimenti varati nel 2013 per accelerare il pagamento dei relativi debiti arretrati (cfr. il paragrafo: *Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche*).

*Nel 2013 le dismissioni immobiliari sono state pari a 1,0 miliardi (1,2 miliardi nel 2012), di cui 0,2 derivano dalla cessione di immobili pubblici a un fondo immobiliare (Fondo investimenti per la valorizzazione) controllato dalla Cassa depositi e prestiti, perfezionata a dicembre per complessivi 0,5 miliardi (in base alle regole statistiche, 0,3 miliardi sono stati classificati tra i prestiti).*

La spesa per interessi è scesa del 5,1 per cento, risentendo della flessione dell'onere medio del debito, dal 4,4 al 4,0 per cento (fig. 13.2; cfr. il paragrafo del capitolo 15: *Il mercato dei titoli pubblici*), che ha più che compensato l'aumento delle passività.

*Dal prossimo settembre, con l'entrata in vigore del SEC 2010, i flussi netti di interesse generati da swap e forward rate agreement (FRA) sottoscritti dalle Amministrazioni pubbliche non avranno più impatto sulla spesa per interessi e sul disavanzo delle Amministrazioni pubbliche poiché verranno trattati come operazioni finanziarie. L'effetto dei flussi generati da swap e FRA è stato favorevole (riducendo la spesa per interessi e l'indebitamento netto) tra il 1998 e il 2005. Dal 2006 l'effetto si è invertito e nel corso degli anni è aumentato, più che compensando, in termini cumulati, i vantaggi ottenuti in precedenza. Nel triennio 2010-12 l'effetto (accrescitivo) è stato in media di 1,9 miliardi. Nel 2013 i flussi generati da swap e FRA hanno aumentato la spesa per interessi per 3,2 miliardi.*

**Figura 13.2**



(1) Rapporto fra la spesa per interessi e la consistenza media del debito.

### **Il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche**

*Il fabbisogno.* – Nel 2013 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è salito a 77,0 miliardi, da 66,7 nel 2012 (tav. 13.6; rispettivamente 4,9 e 4,3 per cento del PIL). L'aumento è principalmente ascrivibile alle risorse utilizzate per accelerare il pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e i rimborsi fiscali (19,1 e 2,5

miliardi, rispettivamente, secondo il monitoraggio del Ministero dell'Economia e delle finanze, MEF) e al calo degli introiti delle dismissioni mobiliari (1,9 miliardi; 7,9 nel 2012); in senso opposto ha operato il minore sostegno finanziario ai paesi della UEM (13 miliardi; 29,5 nel 2012).

Tavola 13.6

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche (1) (milioni di euro)					
VOCI	2009	2010	2011	2012	2013
Indebitamento netto	83.413	69.919	59.112	47.356	47.345
Fabbisogno complessivo	86.892	69.837	63.771	66.675	76.991
Dismissioni mobiliari (2)	1.208	8	1.525	7.874	1.877
Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari (2)	88.100	69.846	65.296	74.550	78.868
Debito	1.769.250	1.851.141	1.907.369	1.989.584	2.069.365
<i>Per memoria:</i>					
Disponibilità liquide del Tesoro (3)	31.731	43.249	24.255	34.394	37.640
Altri depositi	35.466	35.688	35.385	27.210	24.681
Sostegno finanziario ai paesi della UEM (4)	–	3.909	13.118	42.665	55.621
<i>prestiti bilaterali</i>	–	3.909	10.007	10.007	10.007
<i>EFSF</i>	–	–	3.110	26.925	34.148
<i>ESM</i>	–	–	–	5.732	11.465
Vita media residua del debito (anni)	7,7	7,8	7,5	7,1	6,9

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

*Il fabbisogno delle Amministrazioni centrali è salito da 69,0 miliardi a 83,5; l'avanzo delle Amministrazioni locali a 6,5 miliardi, da 2,4 nel 2012. Nel 2013 sono state reperite risorse, principalmente attraverso emissioni nette di titoli a medio e a lungo termine, per 92,1 miliardi. Esse hanno finanziato, oltre al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche – al netto della quota di pertinenza dell'Italia dei prestiti dell'EFSF (7,2 miliardi) finanziati da quest'ultimo con proprie emissioni – i rimborsi netti di titoli a breve termine (11,0), l'aumento delle disponibilità liquide del Tesoro (3,2) e la riduzione dei prestiti di istituzioni monetarie e finanziarie (3,5), della raccolta postale (2,2) e dei debiti commerciali ceduti pro soluto a intermediari finanziari (2,4).*

*Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto.* – Nel 2013 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche è stato superiore all'indebitamento netto di 1,9 punti percentuali del PIL (1,3 nel 2012; tav. 13.7). Sul divario hanno influito l'accumulazione di attività finanziarie (1,1 punti) e le differenze riconducibili al diverso criterio di contabilizzazione delle transazioni (1,0 punti percentuali del PIL): di cassa per il fabbisogno e di competenza economica per l'indebitamento netto. Le discrepanze statistiche, dovute alle diverse modalità di rilevazione del fabbisogno utilizzate dalla Banca d'Italia e dal MEF, hanno invece ridotto il divario per 0,2 punti.

*L'avanzo primario è risultato inferiore nei conti di cassa rispetto a quanto registrato per competenza (0,9 punti percentuali di PIL) anche per effetto dell'accelerazione dei pagamenti per rimborsi fiscali e di debiti commerciali relativi a spese correnti, già registrate negli esercizi precedenti.*

<b>Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito (1)</b>											
		<i>(in percentuale del PIL)</i>									
VOCI		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(a)	<b>Indebitamento netto (Istat)</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
(b)	Saldo delle partite finanziarie (2)	0,4	1,0	0,6	0,3	0,2	0,6	0,5	0,7	1,3	1,1
	di cui: <i>sostegno finanziario ai paesi della UEM</i> (3)	-	-	-	-	-	-	0,3	0,6	1,9	0,8
	Dismissioni mobiliari	0,6	0,3	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,5	0,1
(c)	Differenza cassa - competenza	-0,4	-0,6	0,0	-0,1	0,4	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	1,0
(c1)	saldo primario (4)	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,2	-0,5	-0,7	-0,3	0,2	0,9
(c2)	interessi	-0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,1
	<b>Fabbisogno settore pubblico (MEF) inclusi proventi dismissioni + prestiti EFSF</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>
(d)=(a)+(b)+(c)											
(e)=(f)-(d)	Discrepanze fabbisogno	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
(f)	<b>Fabbisogno complessivo (BI)</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,9</b>
(g)	Variazione disponibilità liquide del Tesoro (5)	0,2	-0,1	0,6	-0,8	0,7	0,8	0,7	-1,2	0,6	0,2
(h)	Scarti di emissione	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,7	0,4	0,0
(i)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(l)=(f)+(g)+(h)+(i)	<b>Variazione del debito (BI)</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>
(m)=(a)-(l)	Divario indebitamento netto - variazione del debito	-0,2	-0,4	-1,2	0,5	-1,5	-1,0	-0,8	0,2	-2,2	-2,1
(n)=(f)-(l)	Divario fabbisogno complessivo - variazione del debito	-0,1	0,2	-0,7	0,6	-1,0	-0,7	-0,8	0,5	-1,0	-0,2

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno del settore pubblico e gli interessi passivi di cassa, MEF, Relazione trimestrale di cassa, Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica e DEF, vari anni; per i prestiti alla Grecia e ai paesi della UEM attraverso l'EFSF, Eurostat; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche, la variazione delle disponibilità liquide del Tesoro, gli scarti di emissione e la variazione del controvalore in euro di passività in valuta, Banca d'Italia (BI); per il saldo delle partite finanziarie attive, elaborazioni su dati Conti finanziari, Banca d'Italia.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) Include la variazione delle seguenti attività finanziarie: monete e depositi (al netto delle disponibilità liquide del Tesoro), titoli, azioni e partecipazioni e prestiti. – (3) Prestiti in favore dei paesi della UEM erogati sia bilateralmente sia attraverso l'EFSF e contributo al capitale dell'ESM. – (4) Calcolato a residuo: (c1)=(d)-(a)-(b)-(c2). – (5) Depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia e impieghi della liquidità presso il sistema bancario.

*Il debito.* – L'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto è salita dal 127,0 per cento nel 2012 al 132,6 (tav. 13.8); per circa un sesto, l'aumento delle passività ha finanziato la riduzione dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche (non compresi nel debito pubblico, ad eccezione di quelli ceduti pro soluto agli intermediari finanziari). Escludendo il sostegno finanziario ai paesi della UEM, l'aumento dell'incidenza è stato di 4,8 punti; ha riflesso principalmente il divario tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del PIL (per 5,7 punti) e quello tra cassa e competenza (per 1,0), fattori solo in parte compensati dall'avanzo primario (2,2 punti).

*L'aumento del debito in termini nominali (79,8 miliardi) è stato superiore al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (77,0 miliardi) per l'accumulo delle disponibilità liquide del Tesoro (da 34,4 a 37,6 miliardi; tav. 13.6); gli scarti di emissione su titoli hanno invece contenuto l'incremento del debito per 0,5 miliardi. Il debito delle Amministrazioni locali si è ridotto da 115,1 a 108,5 miliardi, anche per effetto del calo (di 2,5 miliardi) dei debiti commerciali ceduti pro soluto agli intermediari finanziari; includendo anche le passività finanziarie verso le altre Amministrazioni pubbliche, il debito è invece aumentato di 6,2 miliardi, a 137,7. Nel 2013 le emissioni lorde complessive di titoli di Stato ammontavano a 472,3 miliardi, in linea con il valore del 2012.*

Tavola 13.8

Composizione per sottosectori del debito pubblico (1) (in percentuale del PIL)										
VOCI	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Amministrazioni pubbliche</b>	<b>103,7</b>	<b>105,7</b>	<b>106,3</b>	<b>103,3</b>	<b>106,1</b>	<b>116,4</b>	<b>119,3</b>	<b>120,7</b>	<b>127,0</b>	<b>132,6</b>
<i>Per memoria:</i> debito non consolidato	106,0	108,0	108,2	105,0	108,3	118,1	120,9	122,4	128,6	135,2
<b>Amministrazioni centrali</b>	<b>98,2</b>	<b>99,6</b>	<b>99,2</b>	<b>96,1</b>	<b>99,1</b>	<b>108,8</b>	<b>111,8</b>	<b>113,3</b>	<b>119,6</b>	<b>125,7</b>
<i>Per memoria:</i> debito non consolidato	99,1	100,5	100,1	97,0	100,0	109,3	112,2	113,8	120,2	126,3
<b>Amministrazioni locali</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>
<i>Per memoria:</i> debito non consolidato	6,9	7,5	8,1	8,0	8,3	8,8	8,6	8,5	8,4	8,8
<b>Enti di previdenza</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>								
<i>Per memoria:</i> debito non consolidato	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) Debito consolidato tra e nei sottosectori. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Nel 2013, in un contesto di graduale allentamento delle tensioni sul mercato dei debiti sovrani, la quota di titoli a medio e a lungo termine sul totale è aumentata di 1,1 punti, a circa il 92 per cento. La quota dei titoli indicizzati all'inflazione è passata dal 9,2 all'11,7 per cento; vi hanno contribuito le emissioni, ad aprile e a novembre, del BTP Italia. La vita media residua complessiva dei titoli di Stato è rimasta invariata, a 6,3 anni; quella del debito è invece scesa lievemente, da 7,1 a 6,9 anni (cfr. il capitolo 15: *I mercati monetari e finanziari e le loro infrastrutture*).

La quota del debito detenuta da soggetti non residenti è scesa per il terzo anno consecutivo, dal 32,4 al 31,8 per cento: dopo essersi ridotta al 31,4 nel primo semestre, era tornata a crescere già nel secondo e ha raggiunto nel febbraio del 2014 il 32,8. Escludendo i titoli acquistati nell'ambito del Securities Markets Programme e quelli detenuti da gestioni patrimoniali e fondi comuni con sede all'estero ma riconducibili a investitori italiani, la quota di titoli pubblici posseduta da soggetti non residenti alla fine del 2013 era prossima al 27 per cento (27,8 alla fine del 2012).

*L'utilizzo di strumenti finanziari derivati nelle Amministrazioni locali.* – È proseguita la riduzione del portafoglio di contratti derivati delle Amministrazioni locali, determinata dal divieto di stipulare nuove operazioni (in vigore da giugno del 2008 e reso definitivo dalla legge di stabilità 2014) e dalla chiusura anticipata di alcuni contratti in essere.

*Lo scorso marzo, sulla base delle segnalazioni di vigilanza e della Centrale dei rischi, che rilevano solo i contratti conclusi con intermediari operanti in Italia, il valore nozionale dei contratti era pari a 9,8 miliardi (11,3 e 26,9, rispettivamente, alla fine del 2012 e del 2008). Il valore di mercato negativo delle operazioni, che indica l'ammontare complessivo che gli enti dovrebbero versare se le operazioni in essere fossero chiuse anticipatamente, era pari a 1,2 miliardi (1,6 alla fine del 2012); anche il valore di mercato positivo si è ridotto (da 0,2 miliardi alla fine del 2012 a 0,1 lo scorso marzo). Il divieto di stipulare nuove operazioni ha allineato il nostro ordinamento a quelli dei principali paesi europei. Rimane possibile inserire opzioni cap nei contratti di finanziamento a tasso variabile, per limitare i rischi connessi con l'aumento dei tassi. È confermata la possibilità di ristrutturare le operazioni in essere in seguito a cambiamenti delle passività sottostanti. Vengono inoltre ammessi il cambio della controparte e la cancellazione di clausole di risoluzione anticipata e di altre componenti opzionali.*

*I debiti commerciali.* – Sulla base delle indagini campionarie sulle imprese condotte dalla Banca d'Italia e delle segnalazioni di vigilanza, si può stimare che nel corso del 2013 l'indebitamento commerciale complessivo delle Amministrazioni pubbliche sia sceso da circa 90 a poco più di 75 miliardi (a fronte di una spesa annua valutabile nell'ordine di 150 miliardi).

La stima, di larga massima per la natura campionaria delle fonti, è ottenuta come somma tra i debiti commerciali rilevati nei bilanci delle imprese – inclusi quelli ceduti a intermediari finanziari con clausola pro solvendo – e quelli ceduti con clausola pro soluto; questi ultimi, inclusi nel debito pubblico, sono scesi da 10,8 miliardi nel dicembre del 2012 a 8,4 nel dicembre del 2013.

*I debiti commerciali ancora presenti nei bilanci delle imprese fornitrici sono stimati moltiplicando il rapporto tra crediti commerciali e fatturato verso le Amministrazioni pubbliche, rilevato dalle indagini, per il fatturato complessivo delle imprese verso le Amministrazioni pubbliche (approssimato dalla somma di consumi intermedi, prestazioni sociali in natura e investimenti; cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica nella Relazione sull'anno 2012). La stima rappresenta una soluzione di ripiego (in termini di universalità dell'indagine, precisione e omogeneità dei dati) rispetto alla raccolta diretta delle informazioni dagli enti pubblici.*

Valutazioni sulla consistenza dei debiti commerciali nei paesi europei sono state diffuse in aprile dall'Eurostat. Il valore indicato per l'Italia (51,3 miliardi per il 2013) si riferisce alla sola spesa corrente ed esclude i debiti acquisiti da intermediari finanziari con clausola pro soluto. L'incidenza sul PIL, pari al 3,3 per cento (3,9 nel 2012), è comunque la più alta tra i paesi europei che hanno comunicato i dati.

*Le stime trasmesse all'Eurostat dall'Istat riguardano solo le spese correnti in quanto, nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche, le spese in conto capitale (anch'esse da contabilizzare secondo il criterio della competenza economica) sono approssimate con i dati di cassa e dunque non danno luogo a discrepanze tra pagamenti e registrazione delle spese nei conti pubblici.*

Nel corso del 2013 sono state stanziare risorse per oltre 40 miliardi (quasi 25 relativi al 2013 e 16 al 2014) per accelerare il pagamento dei debiti commerciali certi, liquidi ed esigibili delle Amministrazioni pubbliche in essere alla fine del 2012 (ulteriori 6,5 miliardi sono stati destinati all'accelerazione dei rimborsi fiscali). In particolare, per i debiti di natura corrente il MEF ha erogato (ed erogherà nel 2014) anticipazioni di liquidità agli enti debitori (Regioni ed enti locali); per i debiti in conto capitale è stata prevista per il solo 2013 la concessione di spazi finanziari a valere sul Patto di stabilità interno. Nelle stime ufficiali i maggiori esborsi per debiti in conto capitale avrebbero accresciuto l'indebitamento netto di 0,5 punti percentuali del PIL (cfr. il riquadro: *I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*, in *Bollettino economico*, n. 2, 2014).

*Si può valutare, con un certo grado di approssimazione, che poco più della metà dei debiti stimati alla fine del 2012 fosse esigibile, ossia presentasse un ritardo nei pagamenti rispetto agli accordi contrattuali.*

Secondo le rilevazioni del MEF nel corso del 2013 sono stati pagati alle imprese 19,1 miliardi (ulteriori 2,5 sono stati erogati per maggiori rimborsi fiscali), a fronte di risorse rese disponibili agli enti debitori per 22,0. Secondo l'ultimo aggiornamento, pubblicato lo scorso 28 marzo, nei primi mesi dell'anno sarebbero stati pagati altri 1,8 miliardi, per un totale di 21,0 (a fronte di risorse disponibili per 22,5).

*Un'analisi econometrica condotta sulla base del sondaggio congiunturale effettuato dalla Banca d'Italia tra settembre e ottobre del 2013 (su imprese operanti nei settori industriali e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti) mostra che, nel confronto con le altre imprese, per quelle che hanno ricevuto i pagamenti: (a) è più alta la percentuale di imprese che ha rivisto al rialzo i piani di investimento per il 2013; (b) sono diminuiti la quota di debiti a lungo termine deteriorati, il ricorso a operazioni di cessione del credito pro soluto e i tassi di sconto a esse applicati. Quest'ultimo miglioramento ha riguardato anche le imprese che, pur non avendo ricevuto quanto dovuto, vantavano crediti verso le Amministrazioni pubbliche alla fine del 2012.*

Nel 2013, sulla base delle indagini campionarie, si può stimare che i tempi medi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche siano stati pari a circa 180 giorni, in lieve riduzione rispetto al 2012. Sulla flessione avrebbe influito soprattutto il calo dei tempi definiti contrattualmente, a circa 75 giorni; con riferimento ai soli contratti stipulati nel 2013, quindi successivamente all'entrata in vigore della direttiva europea contro i ritardi di pagamento (D.lgs. 9.11.2012, n. 192), le durate contrattuali sarebbero state in media appena superiori a 60 giorni.

*La direttiva 2011/7/UE prevede che le Amministrazioni pubbliche paghino le forniture commerciali entro 30 giorni, tranne alcune eccezioni riguardanti principalmente i servizi sanitari, per i quali il limite è di 60 giorni. Secondo rilevazioni diffuse all'inizio del 2014 da Confartigianato e ANCE, i tempi di pagamento sarebbero ancora superiori a quelli prescritti dalla normativa; secondo le rilevazioni infrannuali di Assobiomedica, nel corso del 2013 i tempi di pagamento si sarebbero costantemente ridotti. L'indagine European Payment Index 2014 rileva una riduzione rispetto al 2012 di cinque giorni (a 165 giorni); ciononostante, i tempi di pagamento delle Amministrazioni pubbliche italiane risultano i più ampi tra i paesi considerati.*

Con il DL 24.4.2014, n. 66 sono state incrementate le risorse disponibili per il pagamento dei debiti commerciali, inclusi quelli in essere alla fine del 2013, di circa 9 miliardi. È stato inoltre previsto un monitoraggio, informatizzato e a scadenze definite, per adeguare i tempi di pagamento a quelli previsti dalla relativa direttiva europea; sono state definite infine alcune misure per favorire la cessione del credito al sistema bancario da parte delle imprese fornitrici.

### **Le Amministrazioni locali**

Il conto economico delle Amministrazioni locali ha registrato un sostanziale pareggio nel 2013; entrate e spese si sono attestate al 15 per cento del PIL.

*Nel 2016 entreranno in vigore i nuovi vincoli previsti per gli enti decentrati dalla legge rafforzata (L. 24.12.2012, n. 243): essi prevedono il pareggio sia fra le entrate e le spese finali di ciascun ente, sia fra le entrate e le spese correnti, incluse le quote di capitale delle rate di ammortamento dei prestiti (cfr. il paragrafo del capitolo 13: La riforma costituzionale sul pareggio di bilancio nella Relazione sull'anno 2012).*

Le entrate si sono ridotte dell'1,4 per cento (a 233,8 miliardi), riflettendo la dinamica sia dei trasferimenti dagli altri enti pubblici, sia della componente tributaria (entrambi scesi all'incirca del 2 per cento, a 93,6 e 104,7 miliardi rispettivamente).

*È diminuito il gettito di tutti i principali tributi di competenza delle Regioni, in particolare quello dell'IRAP (-3,7 per cento; a 32 miliardi), dell'addizionale all'Irpef (-0,7 per cento; a 10,6 miliardi), delle tasse automobilistiche (-3,3 per cento; a 5,5 miliardi) e delle accise sugli oli minerali (-5,4 per cento;*

a 3,3 miliardi). Rispetto al 2012 le aliquote dell'IRAP sono state ridotte solo dalla Sardegna e incrementate dall'Abruzzo e dalla Valle d'Aosta. L'aliquota media dell'addizionale all'Irpef (stabile nel 2012) è lievemente aumentata nel 2013 (per le modalità di versamento del tributo, le variazioni hanno effetto sul gettito dell'anno successivo).

Le entrate tributarie degli enti locali sono invece aumentate, riflettendo inasprimenti delle aliquote. Per quanto riguarda i Comuni, il gettito dell'Imu è cresciuto del 3 per cento (a 16,2 miliardi circa): l'abolizione del prelievo ad aliquota base sulle abitazioni principali non di lusso e altre fattispecie minori (cui sono riconducibili minori entrate per circa 4,5 miliardi secondo le valutazioni ufficiali) è stata più che compensata dalle maggiori entrate connesse con la rimodulazione della riserva di gettito a favore dello Stato (4 miliardi circa, la metà rispetto al 2012) e dagli incrementi di aliquota disposti dagli enti. Infine il gettito dell'addizionale all'Irpef è salito dell'11,6 per cento (a 4,4 miliardi), in connessione con l'ulteriore incremento delle aliquote nel 2013. Con riferimento alle Province, sono aumentati il gettito dell'imposta sull'assicurazione per la responsabilità civile automobilistica e quello dell'imposta di trascrizione (6,1 e 1,7 per cento; a 2,7 e 1,3 miliardi, rispettivamente); l'aliquota di quest'ultima imposta è stata fissata al livello massimo consentito dal 70 per cento degli enti (57 per cento nel 2012).

Le spese delle Amministrazioni locali, al netto dei trasferimenti ad altri enti pubblici, sono diminuite dell'1,2 per cento (a 230,9 miliardi). La spesa primaria corrente si è ridotta (-0,7 per cento) per il terzo anno consecutivo: sono ancora diminuiti sia i redditi da lavoro (-1,9 per cento nell'ultimo anno, -7,4 rispetto al 2010) sia le prestazioni sociali in natura (-0,5 per cento, -5,3 rispetto al 2010); il calo ha interessato per la prima volta anche i consumi intermedi (-1,2 per cento).

Una quota molto rilevante della spesa corrente delle Regioni è rappresentata dalla spesa sanitaria, che è scesa per il terzo anno consecutivo (-0,3 per cento, -2,9 rispetto al 2010), rimanendo stabile al 7,0 per cento del PIL (109,3 miliardi). La flessione è dovuta principalmente alle spese per il personale. Le prestazioni sociali in natura sono rimaste sostanzialmente invariate; all'interno di tale componente, la spesa farmaceutica è diminuita (-3,0 per cento nel 2013, -20,9 rispetto al 2010), risentendo dell'impatto delle misure di contenimento disposte con il decreto sulla spending review (DL 6.7.2012, n. 95, convertito dalla L. 7.8.2012, n. 135). La dinamica della spesa per consumi intermedi è stata invece appena positiva. Le Regioni sottoposte a piano di rientro dai disavanzi sanitari sono otto (Abruzzo, Calabria, Campania, Lazio, Molise, Piemonte, Puglia e Sicilia; cfr. i rispettivi rapporti regionali in corso di pubblicazione nella collana «Economie regionali» della Banca d'Italia). In rapporto al prodotto, la spesa sanitaria italiana nel 2012 risultava sostanzialmente in linea con la media dei paesi dell'area dell'euro.

La spesa in conto capitale, escludendo i trasferimenti a enti pubblici e le dismissioni immobiliari, è scesa del 5,0 per cento, riflettendo l'ulteriore contrazione degli investimenti (-6,0 per cento); le erogazioni alle imprese (contributi agli investimenti e trasferimenti) sono invece aumentate del 4,2 per cento.

*L'evoluzione dei tributi locali sulle abitazioni.* – La fiscalità immobiliare svolge un ruolo preminente nell'ambito della finanza comunale: le abitazioni rappresentano una base imponibile particolarmente adatta a remunerare gli enti sulla base del principio del beneficio (ossia in funzione della quantità e della qualità dei servizi erogati). In Italia l'insieme delle imposte sulle abitazioni che rientrano nella sfera di competenza comunale forniva nel 2012 un gettito stimabile in circa un quarto delle spese correnti di tali enti.

Nell'ultimo triennio i tributi locali sulla proprietà e sui servizi afferenti all'abitazione (specificamente la raccolta dei rifiuti) hanno subito ripetute modifiche: la tassazione patrimoniale sull'abitazione principale è stata reintrodotta nel 2012, con l'entrata in vigore dell'Imu; è stata sostanzialmente soppressa per le abitazioni non di lusso nel 2013, e reintrodotta di fatto dal 2014 con la Tasi.

*Le principali innovazioni dell'Imu rispetto all'ICI consistevano: nell'assoggettamento a imposta anche delle abitazioni principali (escluse dall'ICI a partire dal 2008); nell'ampliamento delle detrazioni; nella maggiorazione dei moltiplicatori per il calcolo della base imponibile (cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2011 la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata).*

*Il percorso normativo che ha condotto alla sostanziale abolizione del prelievo patrimoniale sulla prima casa non di lusso nel 2013 è stato piuttosto articolato (la soppressione dell'Imu è stata oggetto di ben tre diversi decreti legge; cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata). L'incertezza sull'entità dello sgravio è stata sciolta quasi allo scadere dei termini di versamento del tributo, con un decreto che ha previsto il versamento (a gennaio 2014) del 40 per cento dell'importo associato all'eventuale differenza fra l'aliquota applicata da ciascun Comune e la misura base del 4 per mille. Dal 2014 l'Imu è rimasta in vigore per le abitazioni principali di lusso e per gli altri immobili.*

*La Tasi, introdotta con la legge di stabilità 2014, grava sia sui proprietari sia sugli eventuali locatari (per una quota variabile fra il 10 e il 30 per cento, a scelta del Comune) ed è calcolata sulla stessa base imponibile dell'Imu. L'aliquota base è dell'1 per mille, con facoltà per gli enti di apportare variazioni purché la somma fra l'aliquota della Tasi e quella dell'Imu non ecceda il 6 per mille per le abitazioni principali e il 10,6 per gli altri immobili; per il solo 2014 l'aliquota della Tasi non può superare il 2,5 per mille.*

A differenza dell'Imu, la Tasi non prevede detrazioni base (uniformi a livello nazionale) per le abitazioni principali. Alcune misure, recentemente approvate, sono volte a contenere per il 2014 il rischio che il passaggio alla nuova imposta determini effetti redistributivi a svantaggio delle abitazioni principali con le rendite catastali più basse.

*La L. 2.5.2014, n. 68 (che ha convertito il DL 6.3.2014, n. 16) ha previsto che nel 2014 i Comuni possano superare le aliquote massime consentite per la Tasi sulle abitazioni principali e sugli altri immobili, complessivamente di un ulteriore 0,8 per mille. Gli inasprimenti dovranno finanziare l'introduzione di detrazioni per le abitazioni principali con effetto analogo alle detrazioni applicate in sede Imu.*

Anche le tasse locali per la gestione dei rifiuti sono state modificate nel corso degli ultimi anni: nel 2013 è stata introdotta la Tares, poi sostituita dalla Tari a partire dal 2014.

*La Tares aveva sostituito i precedenti regimi di prelievo legati ai rifiuti (Tarsu e Tia). L'imposta gravava sugli occupanti (proprietari e non) di fabbricati ed era finalizzata alla copertura integrale del servizio di gestione dei rifiuti; era prelevata con riferimento alla superficie dell'immobile, sostanzialmente ricalcando le modalità applicative della Tia; una componente addizionale, pari a 0,30 euro per metro quadrato, era invece destinata al finanziamento dei servizi indivisibili (quali l'illuminazione pubblica, il decoro urbano, l'anagrafe, ecc.). Il numero dei versamenti, le scadenze, le modalità di riscossione della Tares e la disciplina della maggiorazione per i servizi indivisibili sono stati oggetto di continue modifiche normative.*

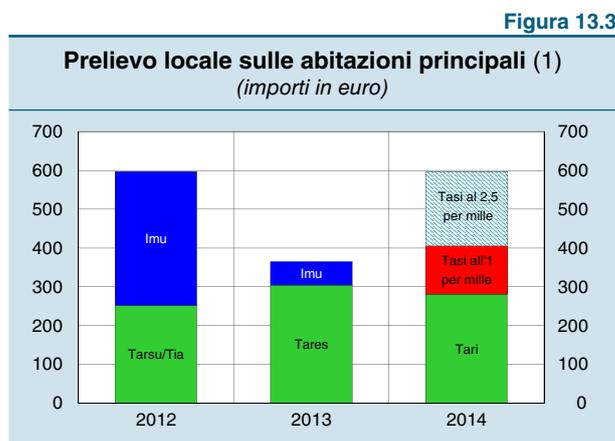
*Le modalità di determinazione della Tari (introdotta dalla legge di stabilità 2014) ricalcano, per lo meno inizialmente, quelle della Tares; in prospettiva gli enti dovranno dotarsi di sistemi di misurazione idonei all'applicazione di una tariffa commisurata all'effettiva quantità di rifiuti conferiti al servizio pubblico. I Comuni in possesso di tali sistemi possono applicare dal 2014 una tariffa corrispettiva (cfr. nell'Appendice la sezione: Principali provvedimenti in materia economica. La finanza pubblica: Finanza decentrata).*

Dal 2012 una quota del gettito della fiscalità immobiliare locale è stata attribuita allo Stato. I criteri di ripartizione delle risorse fra Stato e Comuni sono anch'essi cambiati.

*Nel 2012 metà dell'Imu prelevata sugli immobili diversi dall'abitazione principale, valutata ad aliquota standard dello 0,76 per cento, era riservata allo Stato. Nel 2013 la tassazione patrimoniale*

sulle abitazioni è stata interamente attribuita ai Comuni, essendo la compartecipazione statale limitata al prelievo Imu sugli immobili a uso produttivo di categoria D (sempre ad aliquota base); per contro, all'erario è stato attribuito il gettito della maggiorazione della Tares relativa ai servizi indivisibili (0,9 miliardi). Complessivamente l'ammontare della compartecipazione erariale è significativamente diminuito fra il 2012 e il 2013; si ridurrà ulteriormente nel 2014, per effetto del venir meno della maggiorazione sulla Tares.

Un'analisi per i Comuni capoluogo di regione evidenzia una significativa contrazione del prelievo locale sulle abitazioni principali non di lusso nel 2013 (fig.13.3). Il prelievo complessivo è destinato ad aumentare nel 2014; qualora gli enti incrementassero le aliquote fino al 2,5 per mille, la tassazione locale su tali immobili si riporterebbe sui livelli del 2012.



*Considerando un'abitazione principale non di lusso, nella media dei Comuni capoluogo il prelievo si è ridotto complessivamente di circa il 40 per cento fra il 2012 e il 2013 (la componente relativa ai servizi sarebbe aumentata di circa il 20 per cento, a fronte di una riduzione di oltre l'80 per cento di quella patrimoniale). Nel 2014, nell'ipotesi di applicazione della Tasi ad aliquota base, il prelievo aumenterebbe di circa il 12 per cento (rimanendo comunque ben al di sotto del livello registrato nel 2012); se ciascun capoluogo applicasse un'aliquota pari al 2,5 per mille, il prelievo complessivo crescerebbe di oltre il 60 per cento rispetto al 2013.*

Fonte: elaborazioni su dati Agenzia delle Entrate (Statistiche catastali 2012, catasto edilizio urbano) e sulle delibere degli enti.

(1) L'analisi si riferisce alle imposte pagate da un nucleo familiare di 3 persone (di cui un figlio convivente con meno di 26 anni), che risiede in un immobile di proprietà con rendita e superficie pari alla media dei valori stimati per i capoluoghi regionali; la rendita e la superficie media in ogni capoluogo sono ricostruite aggregando le statistiche catastali relative alle categorie da A2 ad A7. Per il calcolo delle imposte, si è tenuto conto delle delibere adottate dagli enti.

## LA POLITICA DI BILANCIO PER IL 2014 E PER IL MEDIO TERMINE

### La politica di bilancio per il 2014

Nel DEF dell'aprile del 2013, il Governo programmava per il 2014 un indebitamento netto di 1,8 punti percentuali del PIL e un avanzo primario di 3,8 punti percentuali (tav. 13.9).

In autunno, con la *Nota di aggiornamento* del DEF, l'obiettivo per il disavanzo era rivisto al rialzo, al 2,5 per cento del PIL, e quello per l'avanzo primario veniva ridotto al 2,9. La revisione degli obiettivi rifletteva tra l'altro: una stima tendenziale dell'indebitamento netto per il 2013 più elevata di 0,2 punti di PIL (connessa con il deterioramento del quadro macroeconomico in tale anno); il peggioramento delle prospettive macroeconomiche per il 2014 (la dinamica del prodotto veniva ridotta all'1,0 per cento, dall'1,3 indicato in aprile); una revisione al rialzo della dinamica tendenziale delle spese in conto capitale per 0,3 punti; la scelta di programmare maggiori spese in conto capitale per il 2014 pari a circa 0,2 punti.

Tavola 13.9

Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2014 (miliardi di euro e percentuali del PIL)									
VOCI	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:				
	Indebita- mento netto	Avanzo primario	Disavan- zo strut- turale	Debito (1)	Crescita % del PIL reale	PIL nominale	Disavan- zo strut- turale 2013	Indebita- mento netto 2013	Debito 2013
<b>Obiettivi</b>									
<i>Nota di aggiornamento del DEF 2012 (sett. 2012)</i>	....	....	....	....	1,1	1.629,1	....	....	....
<i>in percentuale del PIL</i>	1,5	4,4	0,2	123,1			0,0	1,8	126,1
DEF 2013 (apr. 2013) (2)	28,5	61,9	....	2.094,3	1,3	1.624,0	....	45,4	2.051,4
<i>in percentuale del PIL</i>	1,8	3,8	-0,4	129,0			0,0	2,9	130,4
<i>Nota di aggiornamento del DEF 2013 (sett. 2013)</i>	....	....	....	2.128,8	1,0	1.602,9	....	....	2.069,5
<i>in percentuale del PIL</i>	2,5	2,9	0,3	132,8			0,4	3,0	132,9
<b>Stime</b>									
<i>Documento programmatico di bilancio 2014 (ott. 2013)</i>	....	....	....	....	1,1	....	....	....	....
<i>in percentuale del PIL</i>	2,5	2,9	0,3	132,7			0,5	3,0	132,9
DEF 2014 (apr. 2014) (2)	41,9	40,7	....	2.141,5	0,8	1.587,1	....	47,3	2.069,0
<i>in percentuale del PIL</i>	2,6	2,6	0,6	134,9			0,8	3,0	132,6

(1) Le stime e gli obiettivi riportati nei documenti ufficiali sono solo parzialmente coerenti tra loro in quanto includono in maniera non omogenea gli effetti del sostegno finanziario ai paesi della UEM in difficoltà e il contributo italiano all'ESM. – (2) Il DEF include il Programma di stabilità.

Il disavanzo strutturale era indicato allo 0,3 per cento; lo scostamento dal pareggio era però allora considerato dal Governo coerente con le regole europee (grazie al ricorso alla cosiddetta *investment clause*; cfr. il paragrafo del capitolo 6: *La riforma della governance europea*) e quindi con le norme introdotte con la riforma costituzionale del 2012.

*Lo scorso novembre, in occasione del parere sul disegno di legge di bilancio, la Commissione europea ha escluso l'applicabilità della clausola all'Italia, in quanto ha ritenuto che non venisse rispettata nel 2014 la regola sul debito.*

In linea con la *Nota di aggiornamento* del DEF, la legge di stabilità 2014 approvata dal Parlamento in dicembre ha introdotto misure che determinano per l'anno in corso maggiori spese nette in conto capitale per 3,2 miliardi; sono state inoltre complessivamente accresciute le spese correnti per 1,5 miliardi e le entrate per 2,2 (tav. 13.10). Le misure più rilevanti dal lato delle entrate riguardano la revisione della tassazione immobiliare (cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*), alcune modifiche al regime della tassazione sulle società finanziarie e assicurative, l'inasprimento dell'imposta di bollo e, con segno opposto, il taglio del cuneo fiscale sul lavoro e il potenziamento dell'ACE.

*È stata riaperta la possibilità di rivalutare ai fini fiscali i valori dei beni di impresa e delle partecipazioni e modificata, per le società finanziarie e assicurative, la deducibilità ai fini dell'Ires e dell'IRAP delle svalutazioni e delle perdite su crediti. L'aliquota dell'imposta di bollo proporzionale sulle comunicazioni periodiche alla clientela relative ai prodotti finanziari è stata aumentata dall'1,5 al 2 per mille; è stata abolita la soglia minima dell'imposta ed è stato elevato a 14.000 euro l'ammontare massimo pagabile se il cliente non è una persona fisica.*

Tavola 13.10

<b>Effetti della legge di stabilità 2014 e delle misure approvate nel corso del 2014 sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1)</b>			
<i>(milioni di euro)</i>			
VOCI	2014	2015	2016
<b>REPERIMENTO RISORSE</b>	<b>21.410</b>	<b>22.027</b>	<b>27.592</b>
<b>Maggiori entrate (A)</b>	<b>13.419</b>	<b>11.490</b>	<b>15.184</b>
Variazioni aliquote di imposta e riduzione agevolazioni e detrazioni	0	3.000	7.000
Deducibilità delle svalutazioni e perdite su crediti di intermediari finanziari	2.634	0	0
Incremento imposta di bollo su comunicazioni strumenti finanziari	1.118	627	627
Rivalutazioni beni di impresa e riallineamento partecipazioni	1.662	350	350
Aumento tassazione delle attività finanziarie	720	2.306	2.987
Imposta sostitutiva sulle quote della Banca d'Italia	1.794	0	0
Imposta registro su cessioni contratti	621	621	621
Minori compensazioni imposte dirette e IRAP (visto di conformità)	460	460	460
Riduzioni agevolazioni settore agricoltura	384	395	395
Attività di contrasto all'evasione fiscale	300	300	300
Altro	3.727	3.431	2.444
<b>Minori spese (B)</b>	<b>-7.991</b>	<b>-10.538</b>	<b>-12.408</b>
Razionalizzazione della spesa per beni e servizi	-4.540	-5.188	-5.551
Deindicizzazione pensioni	-580	-1.380	-2.160
Liquidazione buonuscita dipendenti pubblici	-380	-443	-905
Redditi da lavoro dipendente	-18	-1.154	-1.477
Dismissioni immobiliari	-500	-500	-500
Altro	-1.973	-1.873	-1.815
<b>USO DELLE RISORSE</b>	<b>23.813</b>	<b>18.450</b>	<b>20.275</b>
<b>Minori entrate (C)</b>	<b>-14.024</b>	<b>-12.284</b>	<b>-12.501</b>
Misure di riduzione del cuneo fiscale	-9.939	-5.900	-4.556
Soppressione maggiorazione Tares	-1.000	-1.000	-1.000
Interventi in materia ACE	0	-659	-717
Deducibilità delle svalutazioni e perdite su crediti di intermediari finanziari	-410	-635	-1.719
Interventi in materia di pensioni (effetti fiscali)	-200	-476	-745
Disposizioni in materia di leasing	0	-222	-347
Altro	-2.475	-3.392	-3.418
<b>Maggiori spese (D)</b>	<b>9.789</b>	<b>6.167</b>	<b>7.774</b>
Allentamento Patto stabilità interno enti locali	1.500	0	0
Ferrovie e ANAS	1.226	656	470
Altri investimenti	1.484	1.095	1.084
Fondo solidarietà comunale per detrazioni Tasi	625	0	0
Fondo riduzione del cuneo fiscale	0	2.685	4.680
Missioni di pace	614	0	0
A agevolazioni autotrasportatori	330	0	0
Altro	4.009	1.731	1.540
<b>Variazione netta entrate (E=A+C)</b>	<b>-605</b>	<b>-794</b>	<b>2.683</b>
<b>Variazione netta spese (F=D+B)</b>	<b>1.798</b>	<b>-4.371</b>	<b>-4.634</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>2.403</b>	<b>-3.577</b>	<b>-7.317</b>
di cui: legge di stabilità 2014	2.458	-3.515	-7.304
<i>in percentuale del PIL</i>			
<b>Variazione netta entrate (E=A+C)</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Variazione netta spese (F=D+B)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>Variazione dell'indebitamento netto (G=F-E)</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
di cui: legge di stabilità 2014	0,2	-0,2	-0,4

Fonte: elaborazioni su valutazioni ufficiali presentate nel Documento di economia e finanza 2014 per la legge di stabilità 2014 (L. 27.12.2013, n. 147), il DL 28.1.2014, n. 4, il DL 6.3.2014, n. 16 e il DL 28.3.2014, n. 47 e su valutazioni ufficiali contenute nell'atto parlamentare del disegno di legge di conversione del DL 24.4.2014, n. 66 (A.S. 1465).

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

È stato ridotto il cuneo fiscale sul lavoro, intervenendo sia sulla parte a carico del lavoratore, sia su quella a carico del datore di lavoro. Per quanto riguarda il lavoratore, sono state aumentate le detrazioni per redditi da lavoro dipendente, portandone l'ammontare massimo da 1.840 a 1.880 euro (per redditi fino a 8.000 euro) e rendendo pressoché lineare la riduzione in funzione del reddito (tra 8.000 e 55.000 euro). A tal fine il provvedimento impiega risorse per oltre 1,5 miliardi all'anno.

*Per quanto riguarda i datori di lavoro, sono stati ridotti i contributi sociali per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali (INAIL) ed è stata introdotta un'ulteriore deduzione dalla base imponibile dell'IRAP per un valore massimo di 15.000 euro (valida per tre anni) per ogni nuovo assunto a tempo indeterminato che aumenti l'occupazione dell'azienda rispetto al periodo di imposta precedente. Quest'ultimo sgravio si aggiunge a quello già previsto per il 2014 dalla legge di stabilità 2013 per tutti i lavoratori. Per un lavoratore dipendente senza carichi familiari e con una retribuzione lorda pari a quella media di contabilità nazionale, l'insieme delle modifiche appena descritte (ad eccezione di quelle sulle nuove assunzioni) riduce il cuneo fiscale complessivo di poco meno di mezzo punto percentuale del costo del lavoro.*

*In materia di ACE, è stato fissato il rendimento nozionale del capitale proprio per il 2014, il 2015 e il 2016 rispettivamente al 4,0, 4,5 e 4,75 per cento, in aumento rispetto al 3 per cento valido fino al 2013. L'aver definito per un triennio il rendimento, anziché determinarlo annualmente con un decreto, come previsto dalla normativa previgente, ha ridotto le incertezze sull'entità dell'agevolazione, rendendo più efficace l'incentivo (cfr. il capitolo 9: La struttura produttiva e le riforme).*

Il DEF dello scorso aprile ha rivisto al rialzo la stima per l'indebitamento netto rispetto alle previsioni autunnali (dal 2,5 per cento del PIL al 2,6), nonostante la riduzione apportata alla spesa per interessi (0,2 punti percentuali di PIL, al 5,2 per cento).

*Rispetto alle stime del Documento programmatico di bilancio 2014 dello scorso ottobre, l'avanzo primario nel 2014 viene rivisto al ribasso di 0,3 punti percentuali, riflettendo il ridimensionamento delle prospettive di crescita del prodotto (dall'1,1 per cento indicato in ottobre allo 0,8) e la più modesta dinamica dei prezzi (dall'1,9 all'1,0 per cento, con riferimento al deflatore del PIL).*

Nelle stime del DEF il disavanzo in termini strutturali sarebbe pari allo 0,6 per cento del PIL (0,3 nelle stime dell'autunno) e si ridurrebbe rispetto al 2013 di 0,2 punti, un miglioramento inferiore a quanto richiesto dalle regole di bilancio della UE e dalla normativa italiana (cfr. il paragrafo: *La rispondenza dei programmi alle regole di bilancio*).

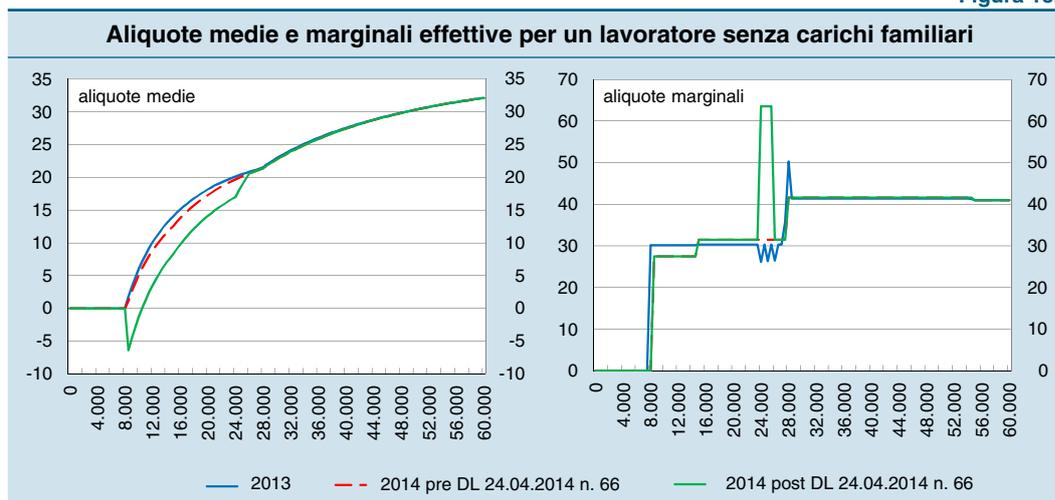
Il debito salirebbe ancora, di 2,3 punti, al 134,9 per cento del PIL, risentendo delle misure per l'accelerazione del pagamento dei debiti commerciali (1,0 punti), e degli ulteriori esborsi per il sostegno finanziario ai paesi della UEM (0,4 punti). In senso opposto opererebbero i proventi da dismissioni (circa 0,7 punti).

Lo scorso aprile il Governo ha approvato un decreto che per il 2014 introduce sgravi di imposta per 7,4 miliardi e maggiori spese per 0,2 miliardi, finanziandoli per il 60 per cento con maggiori entrate, di cui oltre due terzi di natura temporanea, e per la parte rimanente con riduzioni di spese. La parte preponderante degli sgravi (6,7 miliardi) consiste nella riduzione del cuneo fiscale sui lavoratori dipendenti con redditi medio bassi, che viene riconosciuta a partire da maggio e per il solo 2014. Il decreto reperisce risorse per 2,7 miliardi nel 2015 (4,7 nel 2016) che, insieme con altre da individuare con la legge di stabilità 2015, verranno utilizzate per rendere permanente la riduzione del cuneo fiscale. Viene anche stabilita la diminuzione permanente di circa il 10 per cento delle aliquote dell'IRAP.

*La riduzione del cuneo fiscale riguarda i lavoratori dipendenti e assimilati con un'imposta lorda superiore alla detrazione da lavoro, indipendentemente dalla struttura familiare. Restano pertanto esclusi i lavoratori con un reddito lordo (imponibile ai fini Irpef) inferiore a circa 8.100 euro. Per un lavoratore dipendente con un reddito compreso tra gli 8.100 e i 24.000 euro l'anno il beneficio complessivo è pari a 640 euro netti (rapportati al periodo di lavoro svolto nell'anno); esso decresce poi rapidamente all'aumentare del reddito e si annulla a 26.000 euro: un lavoratore dipendente con una retribuzione lorda pari a quella media di contabilità nazionale (stimabile in quasi 30.000 euro nel 2014) ne rimane quindi escluso. Si può valutare che per un lavoratore con*

una retribuzione pari a due terzi della media sopra indicata il beneficio riduca il cuneo fiscale complessivo dell'anno in corso (inclusivo di IRAP) di 2,4 punti percentuali del costo del lavoro, al 42,0 per cento nel caso di assenza di carichi familiari. La flessione dovrebbe, a parità di altre condizioni, ridurre di oltre un terzo il divario rispetto alla media degli altri paesi dell'area dell'euro considerati dall'OCSE. La riduzione dell'aliquota media effettiva è rilevante; raggiunge un massimo di quasi 8 punti per redditi imponibili appena superiori a 8.000 euro (dove lo sgravio diventa un trasferimento monetario e l'aliquota media effettiva risulta negativa). Per redditi compresi tra 24.000 e 26.000 euro, il rapido calo del beneficio determina però un forte aumento delle aliquote marginali effettive, con effetti potenzialmente distortivi sull'offerta di ore di lavoro aggiuntive (fig. 13.4; cfr. il paragrafo del capitolo 9: I fattori della crescita e le riforme strutturali).

Figura 13.4



L'aliquota generale dell'IRAP viene portata dal 3,9 al 3,5 per cento. Date le modalità di versamento dell'imposta, la maggior parte degli effetti si manifesterà dal 2015.

Le maggiori entrate individuate dal decreto sono pari a 4,5 miliardi nel 2014. Tra quelle di natura temporanea, le principali sono: (a) l'aumento dal 12 al 26 per cento dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione delle quote di partecipazione al capitale della Banca d'Italia e il suo versamento in un'unica soluzione anziché in tre rate annuali di pari importo; (b) il maggior gettito IVA atteso dal pagamento di un'altra tranche di debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche; (c) il versamento in un'unica soluzione (anziché in tre rate annuali di pari importo) delle imposte sostitutive sulla rivalutazione dei beni di impresa. Tra le maggiori entrate a carattere strutturale, le principali riguardano l'aumento (dal 1° luglio 2014) dal 20 al 26 per cento dell'aliquota di imposta sui redditi di natura finanziaria e la riduzione delle agevolazioni Imu per il settore agricolo. I risparmi di spesa sarebbero quasi interamente strutturali e deriverebbero per la maggior parte dalla razionalizzazione dell'acquisto di beni e servizi da parte delle Amministrazioni pubbliche.

Il decreto ha inoltre stanziato ulteriori risorse (9,3 miliardi) per l'accelerazione del pagamento dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche relativi a spese correnti (tali esborsi incrementano il debito ma non incidono sull'indebitamento netto).

Sulla base delle stime del DEF e delle valutazioni ufficiali degli effetti del decreto, nel 2014 la pressione fiscale rimarrebbe invariata, al 43,8 per cento, mentre le spese primarie si ridurrebbero di oltre 0,3 punti, al 45,6 per cento del PIL.

Le spese primarie correnti crescerebbero dello 0,7 per cento in termini nominali, meno dell'inflazione e in decelerazione rispetto al 2013. La spesa in conto capitale tornerebbe ad aumentare (6,7 per cento), dopo essersi ridotta di oltre un terzo nel precedente quadriennio.

Le stime più recenti sui conti pubblici del 2014. – Le recenti previsioni della Commissione europea concordano sulla stima di un indebitamento netto pari al 2,6 per

cento del PIL nel 2014, nonostante una previsione per il tasso di crescita dell'economia lievemente più contenuta di quella indicata nel DEF (per 0,2 punti, allo 0,6 per cento). Il disavanzo strutturale scenderebbe di soli 0,1 punti percentuali del PIL. Infine il debito si attesterebbe su valori di poco superiori a quelli indicati nel DEF (al 135,2 per cento del prodotto).

Gli andamenti dei conti pubblici nel primo quadrimestre appaiono coerenti con una lieve diminuzione dell'indebitamento netto rispetto allo scorso anno. Si può valutare che il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche sia stato pari a circa 42 miliardi, in riduzione di circa 5 miliardi rispetto a quello del corrispondente periodo del 2013; escludendo alcune operazioni che non influiscono sull'indebitamento netto dell'anno, la flessione è inferiore. Le entrate tributarie contabilizzate nel bilancio dello Stato, al netto degli incassi di lotto e lotterie e correggendo per una disomogeneità contabile che riguarda le accise sugli oli minerali, sono aumentate dell'ordine di mezzo punto percentuale.

### *I programmi e le prospettive per il quadriennio 2015-18*

Nelle stime a legislazione vigente del DEF, il miglioramento dei conti pubblici proseguirebbe anche nel prossimo quadriennio. L'indebitamento netto scenderebbe al 2,0 per cento del PIL nel 2015 e raggiungerebbe lo 0,3 per cento del prodotto nel 2018. L'avanzo primario salirebbe gradualmente al 4,4 per cento nel 2018.

Le spese primarie fletterebbero di 0,6 punti nel 2015 (al 45,2 per cento del PIL), e ancora di 2,4 punti nel successivo triennio. Questa dinamica però deriva anche dal criterio della legislazione vigente, che sottostima gli esborsi che richiedono atti normativi per il mantenimento dei programmi esistenti.

*Questo aspetto riguarda soprattutto la spesa in conto capitale e i redditi da lavoro. Per questi ultimi il criterio non tiene conto di eventuali rinnovi contrattuali, che saranno possibili a partire dal 2015 quando scadrà il blocco della contrattazione. Il DEF stima le maggiori spese dello scenario tendenziale a politiche invariate, rispetto a quello a legislazione vigente, in 5,9 miliardi nel 2015 e 9,0 nel 2016.*

Le entrate sarebbero sostanzialmente stabili in rapporto al prodotto nel 2015 e in lieve flessione negli anni successivi. Tali stime includono interventi di aumento delle entrate (per 3, 7 e 10 miliardi, rispettivamente per il 2015, 2016 e 2017), la cui definizione è stata demandata dalla legge di stabilità 2014 a un decreto del Presidente del Consiglio dei ministri; questi importi potrebbero essere ridotti da risparmi derivanti dalla revisione della spesa.

Il Governo programma un miglioramento dei conti più pronunciato rispetto al quadro a legislazione vigente: l'indebitamento netto scenderebbe in rapporto al prodotto all'1,8 per cento nel 2015 e si conseguirebbe un avanzo dello 0,3 nel 2018; l'avanzo primario salirebbe nel 2015 al 3,3 per cento e al 5 nel 2018; l'indebitamento netto strutturale diminuirebbe di 0,5 punti percentuali nel 2015, raggiungendo il pareggio nel 2016, che sarebbe mantenuto negli anni successivi.

*La spesa per interessi scenderebbe al 5,1 per cento del PIL nel 2015 e diminuirebbe di ulteriori 0,4 punti nel successivo triennio (nel quadro tendenziale l'andamento sarebbe sostanzialmente analogo).*

Per raggiungere gli obiettivi il DEF indica la necessità di una correzione pari a 0,3 punti percentuali del prodotto nel 2015; dal 2016 il divario tra obiettivi e stime tendenziali per l'indebitamento netto è pari a 0,6 punti.

Le stime tendenziali segnalano che per conseguire il saldo programmato nel 2015 – evitando al contempo il menzionato aumento di entrate per 3,0 miliardi – è necessario reperire risorse per almeno 7 miliardi. Il Governo si è inoltre impegnato a rendere strutturale la riduzione del cuneo fiscale introdotta per il 2014 con il decreto di aprile; a questo scopo sono necessari ulteriori 7,3 miliardi (in aggiunta ai 2,7 già reperiti dallo stesso decreto e accantonati in un apposito fondo). Infine potrebbero essere considerati irrinunciabili alcuni dei maggiori esborsi individuati dal DEF nello scenario tendenziale a politiche invariate rispetto a quello a legislazione vigente.

*Nel DEF si stimava che per il 2015 l'ammontare massimo di risparmi conseguibili con la revisione della spesa fosse pari a 17 miliardi; il successivo decreto di aprile ha definito riduzioni di spesa per 2,8 miliardi.*

Nei programmi, nel 2015 l'incidenza del debito pubblico sul PIL comincerebbe a ridursi, per la prima volta dal 2007, dopo un aumento di circa 30 punti. Nel triennio 2015-17, rilevante per la prima applicazione della regola del debito nella formulazione cosiddetta *forward looking*, la riduzione sarebbe di circa 10 punti (al 125,1 per cento). Nel 2018 il rapporto fra il debito e il prodotto si riporterebbe a un livello prossimo a quello del 2011 (120,5 per cento).

*La contrazione nel rapporto fra debito e PIL beneficerebbe dell'esaurirsi del programma di rimborso dei debiti commerciali e dei proventi attesi dalle dismissioni, circa 0,7 punti di PIL in ciascun anno tra il 2014 e il 2017. Nell'ultimo decennio gli importi da dismissioni mobiliari sono stati pari a circa 0,2 punti di PIL in media all'anno. Alla fine del 2013 il valore delle partecipazioni azionarie dirette delle Amministrazioni pubbliche in società quotate è stimabile in circa un punto percentuale del PIL.*

Nelle recenti previsioni della Commissione europea l'indebitamento netto del 2015 si ridurrebbe di 0,4 punti, al 2,2 per cento del PIL; il disavanzo strutturale migliorerebbe di 0,1 punti percentuali, allo 0,7 per cento del PIL. Anche la Commissione stima per il 2015 un'inversione di tendenza per il rapporto fra debito e prodotto, che scenderebbe di 1,3 punti.

### ***La rispondenza dei programmi alle regole di bilancio***

Le regole di bilancio europee, recepite nell'ordinamento italiano con la riforma costituzionale del 2012, riguardano l'indebitamento netto, la spesa e il debito.

Per quanto riguarda l'indebitamento netto, il Patto di stabilità e crescita richiede, oltre al rispetto della soglia del 3 per cento del PIL, correzioni in termini strutturali di almeno 0,5 punti all'anno fino al raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (che per l'Italia è il pareggio di bilancio strutturale). La riduzione del disavanzo strutturale di 0,2 punti percentuali del prodotto programmata per il 2014 nel DEF è quindi inferiore a quanto richiesto dalle regole; il Governo tuttavia ha scelto di non programmare interventi correttivi e, sulla base dei previsti margini di flessibilità, ha richiesto l'autorizzazione

a una temporanea deviazione dalle regole alla Commissione europea e al Parlamento; quest'ultimo l'ha concessa a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, come richiesto dalle nuove procedure; l'ammissibilità della deviazione sarà valutata a giugno dalla Commissione europea e, successivamente, dal Consiglio della UE.

*I margini di flessibilità previsti dalle regole europee di bilancio riguardano essenzialmente due casi: (a) eventi eccezionali con rilevanti ripercussioni negative sulle finanze pubbliche, inclusa una grave recessione economica; (b) l'attuazione di importanti riforme strutturali che, pur comportando costi nel breve periodo, migliorino la sostenibilità dei conti pubblici.*

Riguardo ai vincoli sulla spesa, per il triennio 2014-16 la Commissione europea ha indicato in -1,07 per cento, in termini reali, il limite massimo per l'Italia alla dinamica annua delle erogazioni (al netto di alcune componenti non direttamente controllate dal Governo), in assenza di aumenti discrezionali delle entrate. Nelle stime tendenziali riportate nel DEF gli esborsi seguono un andamento più sostenuto. Tuttavia, qualora i risparmi che il Governo ritiene possibili con il processo di revisione della spesa dovessero concretizzarsi integralmente, il limite alla spesa verrebbe rispettato nel 2016; gli scostamenti nel biennio 2014-15 sarebbero contenuti.

Per quanto riguarda il debito, la riforma del Patto di stabilità e crescita del 2011 (realizzata con il cosiddetto *six-pack*) ha stabilito che i paesi in cui il rapporto tra il debito e il prodotto eccede il 60 per cento devono ridurre la differenza rispetto alla suddetta soglia di un ventesimo l'anno nella media di un triennio. Per gli Stati membri che a novembre del 2011 risultavano soggetti alla Procedura per i disavanzi eccessivi, è previsto un periodo di transizione di tre anni a partire dall'anno in cui si chiude la Procedura; in questo triennio la regola sul debito si ritiene soddisfatta se si rispetta la riduzione minima del disavanzo strutturale (*minimum linear structural adjustment*, MLSA) calcolata annualmente dalla Commissione per ciascun paese.

*L'MLSA è calcolato in modo da garantire che alla fine del periodo di transizione la regola sul debito sia rispettata. Sono concesse deviazioni dall'MLSA, purché siano rispettate due condizioni: (a) l'aggiustamento strutturale annuo non deve deviare di oltre un quarto di punto percentuale del PIL dall'MLSA; (b) in qualsiasi momento del periodo di transizione, l'aggiustamento strutturale annuo rimanente non deve superare i tre quarti di punto di PIL.*

Lo scorso novembre la Commissione ha calcolato per l'Italia (che è entrata nel periodo di transizione nel 2013) la riduzione minima del disavanzo strutturale in 1,32 punti percentuali del PIL nel complesso del biennio 2014-15. La riduzione programmata nel DEF è di 0,7 punti per lo stesso arco temporale. La Commissione e il Consiglio della UE valuteranno il rispetto della regola nei prossimi mesi sulla base delle proprie previsioni, diffuse lo scorso maggio, e di eventuali fattori rilevanti.

Per il triennio 2015-17 il quadro programmatico rispetta la regola di riduzione del debito, ma non vi sono margini di sicurezza a fronte di andamenti macroeconomici peggiori, anche di poco, o di introiti da dismissioni inferiori alle attese.

## 14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2013 la ricchezza totale netta delle famiglie si è ridotta per effetto del calo del prezzo delle abitazioni. L'aumento del risparmio e l'incremento del valore dei titoli hanno determinato una crescita delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. I debiti sono diminuiti; nei primi mesi del 2014 le erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni sono tuttavia tornate a crescere. Gli indicatori di rischiosità del credito alle famiglie hanno registrato un lieve peggioramento nel 2013, sebbene i bassi tassi di interesse e le misure di sostegno ai mutuatari in difficoltà abbiano limitato l'impatto della crisi sulla solvibilità delle famiglie indebitate.

Le condizioni finanziarie delle imprese, pur in lieve miglioramento, restano ancora fragili. La redditività e gli investimenti sono su livelli molto bassi. Il deterioramento dei bilanci ha indotto le banche a mantenere prudenti i criteri di offerta del credito: i tassi di interesse applicati dagli intermediari, non elevati rispetto al passato, sono rimasti superiori a quelli osservati in altri paesi dell'area; i prestiti bancari sono diminuiti per il secondo anno consecutivo. Le condizioni sfavorevoli sul mercato creditizio sono state attenuate dalla presenza di misure di sostegno dell'accesso al credito delle aziende di piccola e media dimensione. Un numero di imprese maggiore rispetto agli anni precedenti ha fatto ricorso al mercato obbligazionario e azionario.

Le imprese italiane sono caratterizzate da un elevato indebitamento. Si stima che per allineare il livello di capitalizzazione a quello dell'area dell'euro le aziende dovrebbero aumentare il patrimonio di circa 200 miliardi e ridurre i debiti finanziari dello stesso importo. Con l'obiettivo di riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese sono stati recentemente rafforzati gli sgravi fiscali introdotti con le norme sull'Aiuto alla crescita economica (ACE).

### LE FAMIGLIE

#### *Il risparmio finanziario e la ricchezza*

Nel 2013 la ricchezza netta complessiva delle famiglie è diminuita rispetto al 2012 da 8,0 a 7,9 volte il reddito disponibile, per effetto del calo del prezzo degli immobili. Il valore delle attività finanziarie è invece cresciuto del 2,1 per cento, a 3,6 volte il reddito disponibile, un rapporto superiore al livello del 2007 e a quello degli altri paesi dell'area dell'euro (tav. 14.1); l'aumento ha riflesso l'incremento dei corsi dei titoli e quello del risparmio (11 per cento in termini nominali; cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il saldo finanziario delle famiglie ha raggiunto il 2,5 per cento del PIL (fig. 14.1).

Tavola 14.1

Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)										
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli pubblici e altre obbligazioni	Azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni		Riserve assicurative e previdenziali (2)	Attività	Passività (3)			Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari		di cui: mutui	
<b>Quote percentuali sul totale delle attività</b>						<b>In rapporto al reddito disponibile</b>				
<b>Italia</b>										
2007	27,3	19,8	33,3	9,5	16,2	3,50	0,77	0,57	0,25	2,73
2012	30,9	18,6	29,2	7,1	18,2	3,54	0,86	0,66	0,34	2,68
2013	30,9	16,0	31,4	7,9	18,7	3,61	0,85	0,65	0,33	2,76
<b>Francia</b>										
2007	28,5	1,7	29,8	8,7	34,9	2,94	0,87	0,72	0,51	2,06
2012	30,1	1,6	23,3	6,9	37,1	3,06	1,05	0,83	0,61	2,01
2013	29,5	1,4	24,4	6,8	37,0	3,17	1,05	0,85	0,63	2,12
<b>Germania</b>										
2007	36,2	6,6	23,8	10,4	32,4	2,78	0,96	0,95	0,60	1,82
2012	40,7	4,8	17,7	8,5	36,0	2,74	0,87	0,86	0,55	1,88
2013	40,4	4,2	18,4	8,7	36,3	2,79	0,86	0,85	0,55	1,94
<b>Spagna</b>										
2007	37,9	2,6	42,6	10,7	13,4	2,86	1,39	1,31	0,93	1,47
2012	49,6	3,4	27,7	6,8	16,0	2,54	1,32	1,23	0,93	1,22
2013	46,6	1,1	34,1	7,7	15,6	2,79	1,25	1,16	0,89	1,54
<b>Area dell'euro</b>										
2007	31,8	7,9	29,2	9,2	28,0	3,14	1,04	0,95	0,59	2,10
2012	35,7	7,2	22,4	6,9	31,6	3,17	1,11	0,99	0,61	2,06
2013	35,2	6,2	24,1	7,2	31,6	3,27	1,10	0,98	0,61	2,17
<b>Regno Unito</b>										
2007	27,3	0,8	15,1	4,2	53,7	4,51	1,69	1,56	1,15	2,82
2012	28,9	0,8	11,6	2,2	55,2	4,21	1,44	1,37	0,96	2,77
2013	27,8	0,6	11,7	2,1	56,4	4,48	1,43	1,35	0,96	3,05
<b>Stati Uniti (4)</b>										
2007	11,5	9,0	46,5	11,2	29,7	5,06	1,35	1,33	1,00	3,71
2012	13,6	9,2	41,7	10,8	32,4	4,75	1,09	1,06	0,75	3,66
2013	12,5	8,2	45,4	11,6	31,1	5,30	1,09	1,06	0,74	4,21

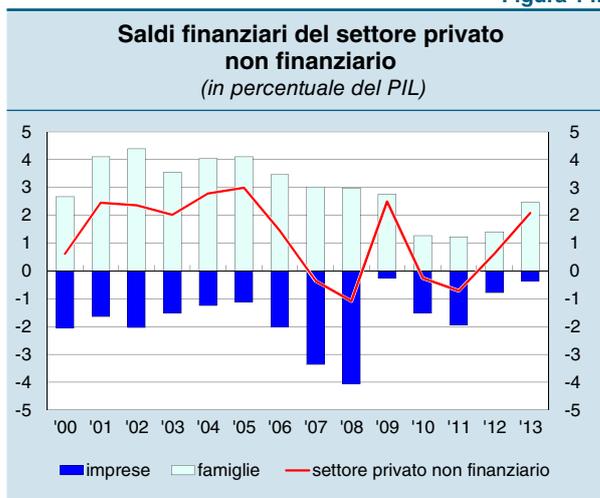
Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: BCE (area dell'euro e paesi dell'area); BCE e Bank of England (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La composizione percentuale delle attività non include alcune partite minori. – (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e fondi di quiescenza. – (3) Debiti finanziari, debiti commerciali e altre partite minori. – (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio della famiglia.

*Gli investimenti in attività finanziarie.* – Nel 2013 gli acquisti netti di attività finanziarie hanno registrato un forte incremento (a 30 miliardi, da 18 nel 2012; tav. 14.2). Sono aumentati gli investimenti in azioni e altre partecipazioni e in

forme di risparmio gestito (prodotti assicurativi e fondi comuni), a fronte di ingenti vendite nette di titoli pubblici e obbligazioni emesse da banche italiane. La sostituzione di titoli bancari con prodotti assicurativi e fondi comuni ha riflesso anche il cambiamento delle politiche di offerta delle banche, motivato dalle ridotte esigenze di raccolta e dall'impatto positivo sulla redditività delle commissioni di collocamento (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Figura 14.1

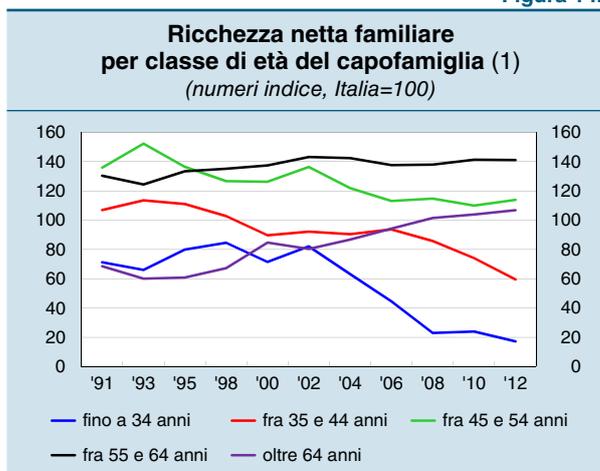


Fonte: Istat.

Per le famiglie italiane, come per quelle delle principali economie avanzate, la composizione dei portafogli risente ancora degli effetti della crisi: in Italia la percentuale di attività investite in strumenti liquidi (circolante e depositi), che più rispondono a motivi precauzionali, è stata pari al 30,9 per cento nel 2013, una quota più elevata di quella del 2007 (27,3 per cento; tav. 14.1). L'incremento nel 2013 della percentuale di ricchezza detenuta in attività più rischiose (dal 29,2 al 31,4 per cento per l'Italia), al quale ha contribuito l'aumento del valore dei titoli, è comune a tutti i paesi considerati.

*La distribuzione della ricchezza.* – I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF) indicano che nel 2012 la quota di ricchezza netta detenuta dal 10 per cento dei nuclei più ricchi è aumentata al 46,6 per cento, dal 45,7 del 2010. Le famiglie più abbienti sono i principali investitori in attività rischiose e detengono oltre due terzi del totale di azioni, obbligazioni emesse dal settore privato, risparmio gestito e titoli esteri. Il valore mediano della ricchezza netta dei nuclei con capofamiglia di età superiore a 64 anni registra una dinamica di lungo periodo più favorevole rispetto a quella dei nuclei con capofamiglia di età inferiore a 35 anni (fig. 14.2); tra il 2010 e il 2012 il divario è ulteriormente cresciuto. Nel 2012 la percentuale di nuclei con capofamiglia giovane che hanno un reddito inferiore alla metà della mediana e, in caso di perdita del reddito, ricchezza netta (esclusa l'abitazione) insufficiente a mantenere un pari tenore di vita per almeno sei mesi è aumentata al 20 per cento (dal 15 nel 2010). Per il campione nel suo complesso la quota è invece rimasta stabile tra i due periodi, al 9 per cento.

Figura 14.2



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni sui dati dell'archivio storico dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (1) Valori medi.

Tavola 14.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2013	Composizione percentuale		2012	2013
		2012	2013		
<b>ATTIVITÀ (2)</b>					
Depositi bancari (3)	1.047.346	27,0	26,9	55.230	16.027
Italiani	1.016.945	26,2	26,1	54.367	16.216
depositi a vista	500.444	12,8	12,8	-8.694	10.648
altri depositi	516.501	13,4	13,3	63.061	5.568
Esteri	30.401	0,8	0,8	863	-189
Titoli obbligazionari	624.988	18,6	16,0	-61.109	-72.800
Italiani	511.180	15,2	13,1	-36.344	-57.568
di cui: <i>pubblici</i>	184.423	5,4	4,7	-24.146	-22.881
<i>bancari</i>	326.454	9,8	8,4	-5.335	-34.972
Esteri	113.809	3,4	2,9	-24.765	-15.233
Quote di fondi comuni	308.093	7,1	7,9	20.217	27.532
Italiani	161.078	3,9	4,1	-2.303	8.962
Esteri	147.015	3,2	3,8	22.520	18.570
Azioni e partecipazioni	916.371	22,1	23,5	1.906	29.416
Italiane	873.216	21,2	22,4	3.624	27.489
Estere	43.155	1,0	1,1	-1.718	1.927
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	726.842	18,2	18,7	-1.631	22.047
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	457.143	11,2	11,7	-5.226	18.625
Altre attività (4)	273.157	7,0	7,0	3.687	8.206
<b>Totale attività</b>	<b>3.896.796</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>18.299</b>	<b>30.428</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine	58.739	6,4	6,4	857	-529
di cui: <i>bancari</i>	57.338	6,3	6,2	905	-230
Debiti a medio e a lungo termine	639.474	69,7	69,4	-7.677	-10.425
di cui: <i>bancari</i>	544.950	59,2	59,2	-7.434	-7.235
Altre passività (5)	223.048	23,8	24,2	3.946	1.178
<b>Totale passività</b>	<b>921.261</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-2.874</b>	<b>-9.776</b>
<b>SALDO</b>	<b>2.975.535</b>			<b>21.173</b>	<b>40.204</b>

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.  
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. – (3) Include quelli 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.

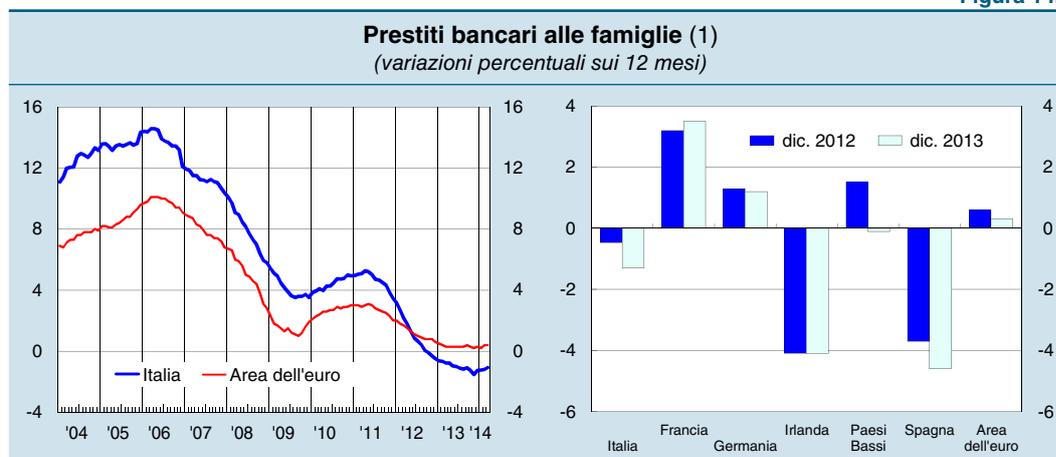
## L'indebitamento

Nel 2013 i debiti delle famiglie nei confronti di banche e altre società finanziarie sono diminuiti dell'1,6 per cento (1,1 nel 2012). L'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile si è ridotta al 65 per cento; il rapporto rimane contenuto nel confronto internazionale (tav. 14.1).

I prestiti concessi dalle banche si sono ridotti dell'1,3 per cento; la contrazione si è attenuata nel primo trimestre del 2014 (-1,1 per cento in ragione d'anno; fig. 14.3). Nell'area dell'euro la crescita dei prestiti nel 2013 è stata più contenuta rispetto all'anno precedente (0,3 per cento, rispetto allo 0,6 per cento), con andamenti eterogenei tra

paesi: a fronte di incrementi in Francia e Germania si sono avute forti riduzioni in Spagna e Irlanda.

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati BCE e segnalazioni di vigilanza.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di cartolarizzazioni, riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

*I prestiti per l'acquisto di abitazioni.* – Nel 2013 i prestiti per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti (-1,2 per cento; tav. 14.3). Le erogazioni di mutui sono scese a 21 miliardi (25 miliardi nel 2012) a causa della debolezza della domanda e di condizioni di offerta ancora restrittive. L'indagine trimestrale sul credito bancario ha rilevato segnali di miglioramento nella seconda parte dell'anno per effetto dell'evoluzione dell'attività economica.

Tavola 14.3

**Credito alle famiglie consumatrici (1)**  
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Consistenze marzo 2014 (2)
	dicembre 2011	dicembre 2012	giugno 2013	dicembre 2013	marzo 2014	
<b>Prestiti per l'acquisto di abitazioni</b>						
Banche	4,5	0,1	-0,6	-1,2	-1,2	341.890
<b>Credito al consumo</b>						
Banche	1,5	-0,9	-1,9	-1,9	-1,2	56.238
Società finanziarie	1,9	-1,5	-1,3	-1,9	-1,9	58.581
<b>Banche e società finanziarie</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>114.819</b>
<b>Altri prestiti (3)</b>						
Banche	2,7	0,4	0,4	0,2	0,8	108.287
<b>Totale prestiti</b>						
<b>Banche e società finanziarie</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>564.996</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2014 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.

Questi segnali sono stati seguiti da una ripresa delle erogazioni nel primo trimestre del 2014 (8,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). All'aumento

delle erogazioni ha contribuito la realizzazione delle transazioni rinviate nel quarto trimestre del 2013 in attesa della riduzione delle imposte di registro, ipotecarie e catastali, entrata in vigore il 1° gennaio 2014.

*Il miglioramento delle condizioni di offerta dei mutui, che ha reso i nuovi contratti più convenienti rispetto ad alcuni stipulati in passato, ha favorito un lieve incremento di surroghe, sostituzioni e rinegoziazioni. Nel 2013 le surroghe sono aumentate di mezzo punto percentuale, all'1,8 per cento delle erogazioni, mentre il peso delle sostituzioni ha raggiunto il 2,2 per cento, dall'1,5 dell'anno precedente; l'incidenza delle rinegoziazioni sui mutui in essere è salita dal 3,9 al 5,9 per cento.*

*Dal sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni, condotto dalla Banca d'Italia con Tecnoborsa e con l'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate, emerge che nel 2013 la quota di agenti immobiliari che indicava nella difficoltà degli acquirenti a reperire un mutuo una delle cause prevalenti di mancata realizzazione della compravendita è diminuita al 47,8 per cento, dal 59,5 del 2012, una percentuale simile a quella rilevata nel 2008, anno di inizio dell'indagine.*

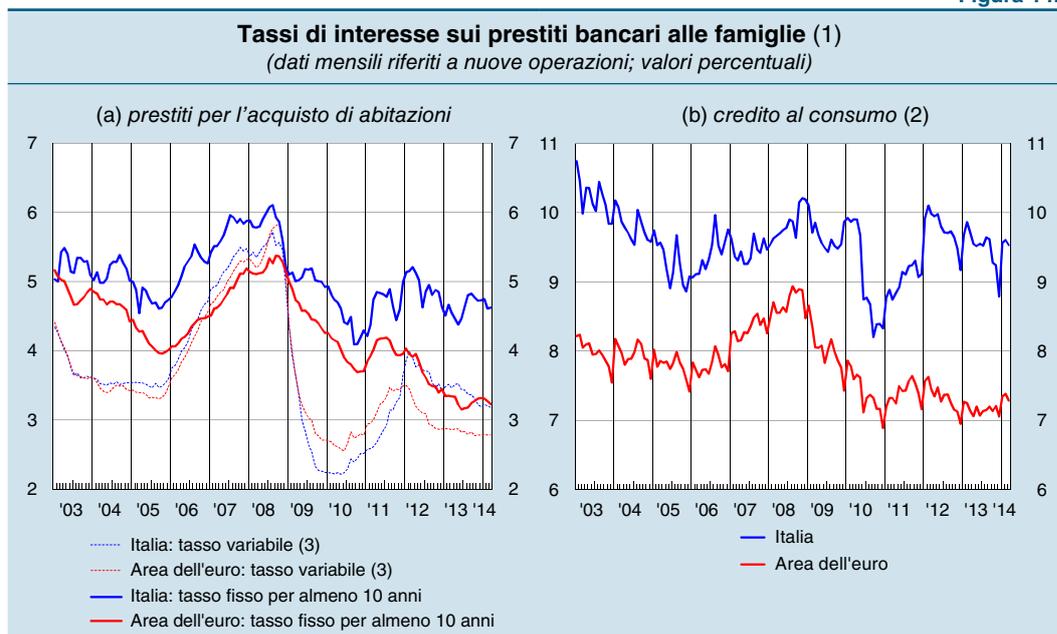
In base ai dati dell'Indagine regionale sul credito bancario condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, nel 2013 la media del rapporto tra prestito e valore dell'immobile (*loan to value*) si è stabilizzata attorno al 58 per cento; la percentuale di mutui di ammontare superiore all'80 per cento del valore dell'immobile è cresciuta di 1,3 punti percentuali, al 6,3 per cento. La durata media dei nuovi finanziamenti è rimasta stabile (22 anni), pur essendo aumentata di un punto la percentuale di mutui erogati con durata pari o superiore a 30 anni (al 27,2 per cento). La quota di contratti che permettono di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi addizionali è aumentata e ha raggiunto quasi il 20 per cento delle erogazioni.

*In base ai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, nel 2012 la quota di famiglie che hanno contratto un mutuo è la stessa di quella rilevata nel 2008 (12,4 per cento), sebbene sia cambiata la distribuzione tra gruppi di famiglie. Si è ridotta la percentuale di mutuatari tra i nuclei a basso reddito (primo quarto della distribuzione), mentre è notevolmente cresciuta tra quelle del terzo quarto di reddito, caratterizzate da una maggiore presenza di capofamiglia lavoratori dipendenti. Per i nuclei con a capo un lavoratore autonomo, più frequenti nell'ultimo quarto di reddito, la diffusione dei mutui è molto diminuita tra i due periodi.*

Nel 2013 la quota di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni erogati a tasso variabile ha raggiunto il 78 per cento (73 per cento nel 2012), contro il 27 dell'area dell'euro. Il costo dei nuovi mutui a tasso variabile è diminuito dal 3,4 al 3,2 per cento; quello dei nuovi contratti a tasso fisso di durata superiore a dieci anni è aumentato nel corso dell'estate, per poi scendere nell'ultimo bimestre al 4,7 per cento (fig. 14.4.a). Rispetto alla media dell'area dell'euro, la differenza del costo dei mutui a tasso variabile, che aveva raggiunto un valore storicamente elevato verso la fine del 2012 (0,7 per cento), si è ridotta di tre decimi di punto; per quelli a tasso fisso il divario è rimasto elevato, superiore a un punto percentuale.

Dopo il forte aumento registrato dalla metà del 2011, gli spread rispetto ai tassi di riferimento (Euribor e IRS) sono lievemente diminuiti. Nel confronto con la media dell'area dell'euro tuttavia i margini rimangono piuttosto alti, in particolare per i mutui a tasso fisso (2,8 punti percentuali a marzo del 2014, il doppio rispetto all'area dell'euro).

*Il credito al consumo.* – Nel 2013 il credito al consumo è diminuito dell'1,9 per cento (tav. 14.3); il calo si è attenuato nel primo trimestre del 2014 (-1,5 per cento). La riduzione ha riguardato sia i prestiti finalizzati sia quelli senza finalità specifica; soltanto la cessione del quinto dello stipendio, una forma di finanziamento meno rischiosa per gli intermediari, ha registrato un aumento.



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) TAEG sulle nuove operazioni. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative). Dal giugno 2010 i tassi di interesse relativi alle carte di credito non sono più inclusi. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

Da elaborazioni su dati del sistema di informazioni creditizie della CRIF emerge che nel 2013 per i prestiti personali e finalizzati la quota di contratti erogati rispetto a quelli domandati è lievemente aumentata, al 67 per cento, in linea con la minore restrizione dell'offerta indicata nell'indagine trimestrale sul credito bancario. La domanda di questi contratti rimane in calo, benché la riduzione sia inferiore rispetto a quella dei due anni precedenti. L'importo medio delle erogazioni ha continuato a diminuire (meno di 6.000 euro rispetto a 7.400 nel 2007); la quota di prestiti inferiori a 1.000 euro ha raggiunto il 35 per cento, il doppio rispetto al 2007.

In base ai dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, nella prima fase della crisi (2008-2010) la quota di famiglie indebitate per ragioni di consumo era rimasta stabile (17 per cento). Tra il 2010 e il 2012 la percentuale di famiglie che hanno utilizzato il credito al consumo si è ridotta di oltre due punti; il calo è stato superiore agli otto punti per i nuclei con un capofamiglia con meno di 35 anni.

Nel 2013 il costo delle erogazioni di credito al consumo (TAEG) è diminuito di 0,4 punti percentuali, all'8,8 per cento; nei primi mesi del 2014 si è tuttavia osservato un rapido aumento che ha riportato il tasso di interesse al 9,5 per cento (fig. 14.4.b). Il differenziale con la media dell'area è rimasto elevato (circa 2 punti percentuali).

### *La vulnerabilità delle famiglie indebitate*

Secondo i dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, nel 2012 la quota di nuclei vulnerabili, ossia quelli caratterizzati da un'incidenza del servizio del debito sul reddito disponibile superiore al 30 per cento e da un reddito inferiore al valore mediano, era pari al 2,9 per cento del totale delle famiglie. Con l'ausilio di un modello di microsimulazione e utilizzando i dati macroeconomici, disponibili con maggiore tempestività e frequenza, si può stimare che, in uno scenario di graduale crescita del

reddito e di tassi di interesse stabili su livelli contenuti, la percentuale di famiglie vulnerabili rimarrebbe sostanzialmente invariata per il triennio 2013-15. Tale quota si ridurrebbe al 2,5 per cento nel 2015 nel caso di misure di sostegno ai mutuatari della stessa ampiezza di quelle adottate nel periodo 2009-2012 (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese* nella Relazione sull'anno 2012).

In base ai dati dell'Indagine regionale sul credito bancario, nel 2013 è stato sospeso il pagamento delle rate di circa il 3 per cento dei mutui in essere. Oltre il 40 per cento di queste operazioni è stato concordato direttamente con la banca oppure deciso dal cliente, in virtù di un contratto che consente di sospendere temporaneamente i pagamenti o di estendere la durata del mutuo senza costi aggiuntivi (più del 10 per cento dei mutui in essere prevede questa facoltà). Le restanti sospensioni rientrano nell'ambito della moratoria ABI-Associazioni dei consumatori (terminata a marzo del 2013) e degli interventi del Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa, rifinanziato nel 2013 con ulteriori 20 milioni di euro annui per il biennio 2014-15. Nel 2013 e fino ad aprile del 2014 hanno beneficiato dell'intervento del Fondo circa 16.000 mutuatari; con le risorse residue per il 2014 si stimano 12.000 ulteriori sospensioni, per un numero totale di beneficiari nel biennio pari a 28.000, corrispondente alla media annuale del numero di famiglie che hanno usufruito della moratoria ABI-Associazioni dei consumatori.

*Da elaborazioni sui dati dell'indagine armonizzata sui bilanci delle famiglie dell'area dell'euro (Household Finance and Consumption Survey) emerge che nel 2010 in Italia la quota di nuclei con un'incidenza del servizio del debito sul reddito lordo superiore al 40 per cento era contenuta nel confronto internazionale, pari al 7,2 per cento degli indebitati (7,9 nell'area dell'euro; tav. 14.4). Per la metà di queste (3,6 per cento delle famiglie indebitate) l'ammontare complessivo del debito era superiore*

**Tavola 14.4**

<b>Vulnerabilità delle famiglie indebitate</b> (valori percentuali)				
PAESI	Servizio del debito $\geq$ 40% del reddito (1)			Per memoria: quota di famiglie indebitate sul totale
	di cui: debito/reddito $\geq$ 3	di cui: attività liquide < 2 mesi di reddito (2)		
<b>Quote sulle famiglie indebitate</b>				
Italia	7,2	3,6	3,9	25,2
Austria	4,1	1,9	1,2	35,6
Belgio	7,8	5,8	2,9	44,8
Cipro	24,4	19,6	15,2	65,4
Francia	5,4	3,2	2,2	46,9
Germania	4,9	3,5	1,8	47,4
Grecia	8,4	5,5	6,1	36,6
Lussemburgo	7,1	6,0	3,1	58,3
Malta	1,9	1,2	0,3	34,1
Paesi Bassi	11,0	10,1	3,8	65,7
Portogallo	13,3	10,2	7,1	37,7
Slovacchia	8,6	4,9	5,7	26,8
Spagna	16,8	12,7	11,0	50,0
Area dell'euro (3)	7,9	5,7	4,0	43,4

Fonte: elaborazioni sui dati dell'*Household Finance and Consumption Survey*; cfr. nell'Appendice l'omonima voce del *Glossario*.  
 (1) Il servizio del debito include il pagamento degli interessi e la quota di rimborso del capitale. Il reddito è al lordo delle imposte. Si fa riferimento alla soglia del 40 per cento del reddito lordo per simmetria con quanto pubblicato dalla BCE in *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Results from the first wave*. – (2) Le attività liquide includono depositi, obbligazioni, azioni e risparmio gestito. – (3) L'area dell'euro non include Lettonia, Estonia, Irlanda, Slovenia e Finlandia.

a tre volte il reddito; secondo questo indicatore, la quota di nuclei che potrebbero incontrare difficoltà nel ripagare il debito nel lungo periodo è inferiore rispetto alla media dell'area (5,7 per cento). La quota di famiglie con potenziali problemi di liquidità nel breve periodo è invece in linea con la media europea: quelle indebitate che, oltre ad avere un'incidenza del servizio del debito sul reddito superiore al 40 per cento, avevano attività liquide inferiori a due mesi di reddito erano il 3,9 per cento.

La quota di prestiti alle famiglie scaduti da oltre 90 giorni e ristrutturati, pari all'1,2 per cento dei finanziamenti a fine 2013 (1,1 a fine 2012), si è ridotta allo 0,9 per cento nei primi tre mesi dell'anno in corso (tav. 14.5). L'incidenza dei prestiti in temporanea difficoltà (incagli) è progressivamente aumentata dal 2,4 a fine 2012 al 2,8 per cento nel primo trimestre del 2014; quella delle sofferenze ha raggiunto il 6,6 per cento a marzo del 2014, dal 5,8 di fine 2012. Il peso del totale dei finanziamenti deteriorati (scaduti, incagli, ristrutturati e sofferenze), pari al 10,3 per cento nel 2013, è rimasto stabile nel primo trimestre del nuovo anno, ed è più elevato (24,2 per cento) per la categoria che include anche i mutui accesi per motivi professionali (altri prestiti).

Tavola 14.5

Prestiti deteriorati delle famiglie consumatrici (1) (in percentuale del totale dei prestiti)												
VOCI	Prestiti per l'acquisto di abitazioni			Credito al consumo			Altri prestiti (2)			Totale prestiti		
	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014
Deteriorati	5,4	6,2	6,2	10,3	10,7	10,3	21,4	24,0	24,2	9,3	10,3	10,3
scaduti (3)	0,8	0,9	0,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,7	1,4	1,1	1,2	0,9
incagli	1,8	1,9	2,1	2,6	3,0	2,8	4,3	4,8	5,0	2,4	2,7	2,8
sofferenze	2,9	3,4	3,4	6,2	6,2	6,0	15,4	17,5	17,8	5,8	6,5	6,6

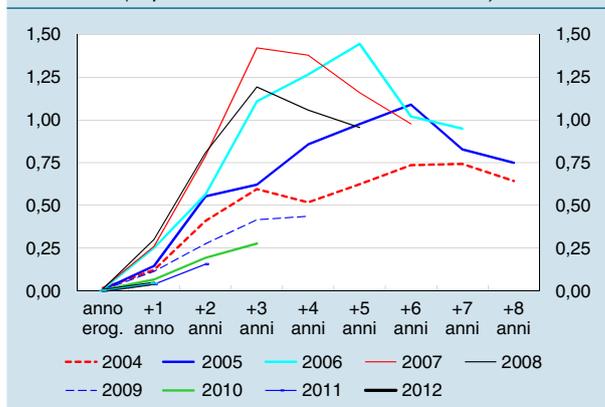
Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
 (1) I prestiti includono i pronti contro termine e non comprendono i prestiti cartolarizzati cancellati dai bilanci. Per la definizione di partite deteriorate, cfr. nell'Appendice l'omonima voce del Glossario. – (2) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui per costruzione o acquisto di immobili non residenziali, per consolidamento di altri prestiti o senza finalità specifica. – (3) I prestiti scaduti comprendono quelli ristrutturati.

Il flusso annuo di nuove sofferenze rettificata in rapporto ai prestiti vivi, pari all'1,4 per cento nel primo trimestre del 2013, si è successivamente ridotto fino a raggiungere l'1,2 a marzo del 2014.

La selettività con cui gli intermediari hanno erogato finanziamenti durante la crisi ha contribuito a contenere il tasso di ingresso in sofferenza. L'incidenza delle nuove sofferenze sui mutui concessi negli anni 2009-2012 è inferiore a quella sui finanziamenti erogati negli anni precedenti la crisi a parità di coorte (2006-08; fig. 14.5); indicazioni simili si ottengono anche per i prestiti concessi per scopo di consumo.

Figura 14.5

Nuovi mutui in sofferenza per anno di erogazione (1)  
(in percentuale del numero di contratti)



Fonte: Centrale dei rischi, Rilevazione analitica dei tassi di interesse.  
 (1) Famiglie consumatrici. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

## LE IMPRESE

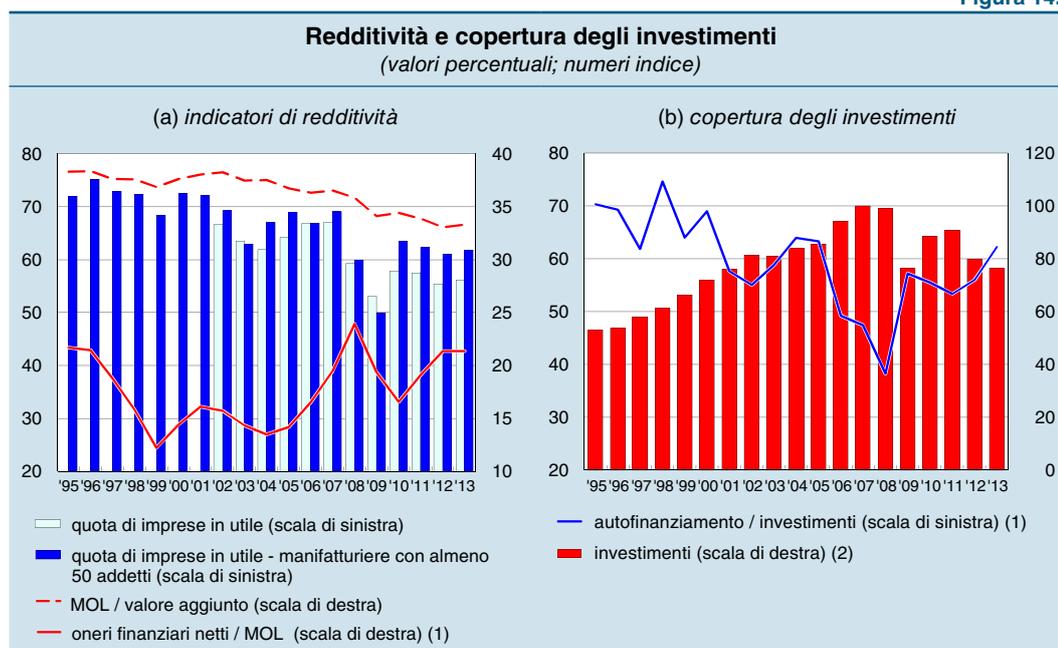
### La redditività e il saldo finanziario

Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2013 il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie si è mantenuto stabile, su livelli inferiori di oltre il 10 per cento rispetto al 2007. In rapporto al valore aggiunto il MOL è invariato nel confronto con il 2012, al 33 per cento (fig. 14.6.a).

L'indagine Invind sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti indica che la quota di aziende che hanno riportato utili nel 2013 è stata pari al 56 per cento, in lieve aumento rispetto al 2012; il miglioramento è stato marcato per le imprese di media dimensione. Nel confronto con il periodo 2005-07, l'incidenza delle imprese in utile è più bassa di circa dieci punti percentuali.

Il fabbisogno di risorse esterne è stato molto contenuto a causa del basso volume di investimenti, coperti in misura più ampia che in passato con il ricorso all'autofinanziamento (fig. 14.6.b). Il disavanzo finanziario ha continuato a ridursi ed è risultato pari allo 0,4 per cento del PIL (cfr. fig. 14.1).

Figura 14.6



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, ed elaborazioni su dati Istat; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (1) Gli oneri finanziari netti e l'autofinanziamento sono stime basate sui dati dei *Conti economici nazionali* del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1995-2013. - (2) Indici: 2007=100.

Nell'ultimo biennio la riduzione del disavanzo si è associata a un consistente aumento delle attività più liquide (circolante e depositi; 33 miliardi), in larga parte detenute presso le banche (tav. 14.6).

*Dai bilanci delle società di capitale censite negli archivi Cerved emerge che nel 2012 l'aumento della liquidità si è concentrato tra le aziende di maggiore dimensione; oltre metà dell'incremento ha riguardato poche imprese, che avrebbero temporaneamente depositato presso gli intermediari una parte delle risorse raccolte sul mercato obbligazionario.*

Tavola 14.6

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2013	Composizione percentuale		2012	2013
		2012	2013		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi a vista	251.903	15,2	16,0	7.467	18.861
Altri depositi	27.426	1,9	1,7	9.092	-2.062
Titoli a breve termine	854	0,1	0,1	-620	312
Titoli a medio e a lungo termine	59.836	4,0	3,8	-9.221	-5.051
di cui: <i>pubblici italiani</i>	44.644	2,7	2,8	-2.373	-3.972
<i>di imprese italiane</i>	2.622	0,1	0,2	239	1.925
<i>di soggetti esteri</i>	9.034	0,8	0,6	-4.337	-1.755
Azioni e altre partecipazioni	509.150	31,2	32,4	-16.414	329
di cui: <i>estere</i>	282.743	17,0	18,0	20.691	18.625
Quote di fondi comuni	9.316	0,5	0,6	84	1.962
Crediti commerciali	597.746	39,3	38,0	-87.643	-7.661
Crediti finanziari (2)	58.795	3,9	3,7	-431	-977
Altre attività (3)	56.301	3,9	3,6	-426	-4.612
<b>Totale attività</b>	<b>1.571.326</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-98.111</b>	<b>1.101</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	442.622	27,5	28,2	19.977	19.847
<b>PASSIVITÀ</b>					
Totale debiti finanziari	1.268.964	37,3	35,6	-8.213	-38.901
di cui: <i>sull'estero</i>	170.232	4,3	4,8	13.586	14.510
Debiti a breve termine (4)	370.900	11,5	10,4	-829	-24.390
di cui: <i>verso banche italiane</i>	305.367	9,5	8,6	-3.610	-21.853
Debiti a medio e a lungo termine (5)	752.644	22,5	21,1	-20.959	-36.940
di cui: <i>verso banche italiane</i>	508.547	15,3	14,3	-18.791	-23.842
Titoli	145.420	3,4	4,1	13.576	22.429
Azioni e altre partecipazioni	1.591.266	42,7	44,7	3.310	35.233
di cui: <i>detenute all'estero</i>	279.491	7,4	7,8	11.421	16.215
Debiti commerciali	527.881	15,0	14,8	-85.560	3.670
Altre passività (6)	173.984	5,0	4,9	-381	523
<b>Totale passività</b>	<b>3.562.094</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-90.844</b>	<b>526</b>
di cui: <i>sull'estero</i>	489.328	12,7	13,7	25.499	31.874
<b>SALDO</b>	<b>-1.990.768</b>			<b>-7.268</b>	<b>575</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 e crediti infragruppo. – (3) Riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (5) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti concessi dalle società di leasing e i debiti infragruppo. – (6) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

### *L'indebitamento e la struttura finanziaria*

Nel 2013 i debiti finanziari delle imprese sono diminuiti di 39 miliardi (tav. 14.6). In rapporto al valore aggiunto si sono ridotti al 182 per cento dal 187 nel 2012 (fig. 14.7). Il leverage, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio

valutato ai prezzi di mercato, è diminuito al 44,4 per cento (46,7 nel 2012), rimanendo tuttavia più elevato di quello medio dell'area dell'euro (tav. 14.7); il divario, pari a oltre cinque punti percentuali, è leggermente aumentato rispetto all'anno precedente.

I risultati di un'analisi econometrica dei dati di bilancio di circa 900.000 società di capitale indebitate dell'area dell'euro confermano che nel periodo 2005-2010 la leva finanziaria delle aziende italiane è rimasta stabilmente più alta che negli altri paesi, anche tenendo conto di diverse caratteristiche di impresa (redditività, immobilizzazioni tecniche, liquidità, crescita del fatturato, età, dimensione e settore produttivo). Alla fine del periodo considerato la differenza era pari a 11 punti percentuali; il divario si riduce al crescere delle dimensioni di impresa, divenendo nullo per le società con oltre 300 milioni di attivo. Sulla base di tali risultati e dei dati dei conti finanziari, si può stimare che per allineare il leverage delle società italiane a quello delle imprese dell'area dell'euro, a parità di risorse complessive, sarebbe necessario sostituire con patrimonio un ammontare di debiti finanziari prossimo a 200 miliardi.

*Sulla base dei bilanci relativi al 2012 di circa 650.000 società di capitale italiana, la leva finanziaria e l'incidenza dei debiti bancari risultano più alte per le imprese di costruzione (69 e 72 per cento rispettivamente; fig. 14.8); queste differenze risentono solo in parte della più elevata presenza di piccole aziende, che si caratterizzano in ogni settore per la minore patrimonializzazione e la maggiore dipendenza dalle banche. Le imprese operanti nel settore delle attività immobiliari hanno un leverage pari al 53 per cento e i prestiti bancari rappresentano il 57 per cento dei debiti; tra queste aziende è inoltre relativamente elevata (17 per cento) la quota di prestiti concessi da soci, un tipo di finanziamento che tende a conferire maggiore stabilità alla struttura finanziaria. Tra le imprese manifatturiere, che hanno una leva finanziaria relativamente bassa (46 per cento), è più consistente il peso dei debiti finanziari a breve termine a causa delle maggiori necessità di copertura del capitale circolante.*

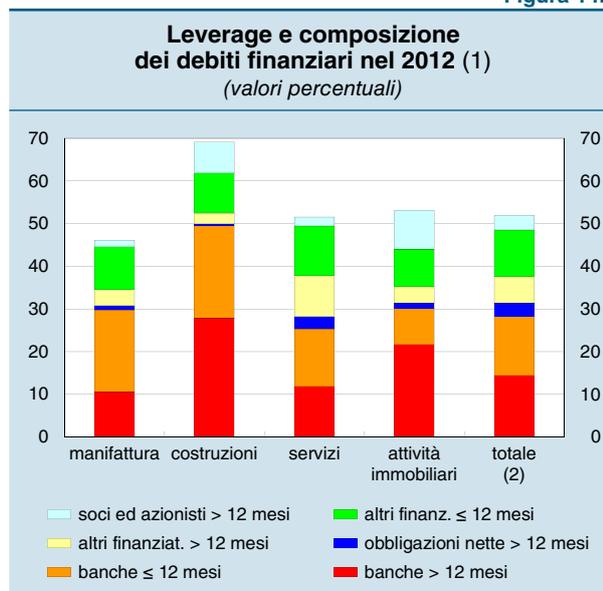
Figura 14.7



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Il leverage è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra.

Figura 14.8



Fonte: elaborazioni su dati Cerved Group.

(1) Il leverage è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto al valore di bilancio. – (2) Il totale include anche l'agricoltura e l'energia.

Tavola 14.7

Passività delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)									
PAESI E ANNI	Composizione percentuale delle passività				Indicatori finanziari				Per memoria: attività finanziarie / PIL
	Obbligazioni	Prestiti	Azioni e altre partecipazioni	Debiti commerciali e altre passività (2)	Passività / PIL	Debiti finanziari / PIL	Quota di debiti bancari (3)	Leverage (4)	
<b>Italia</b>									
2007	2,0	31,8	46,9	19,3	2,34	0,79	66,9	41,8	1,10
2012	3,4	33,9	42,7	20,0	2,22	0,83	66,5	46,7	0,98
2013	4,1	31,5	44,7	19,7	2,28	0,81	64,2	44,4	1,01
<b>Francia</b>									
2007	3,7	20,1	64,3	11,8	3,95	0,94	40,1	27,0	2,71
2012	6,7	22,0	57,7	13,6	3,64	1,04	38,4	33,2	2,50
2013	6,2	20,0	60,9	12,9	3,92	1,03	38,3	30,2	2,67
<b>Germania</b>									
2007	2,5	28,1	47,0	22,5	1,96	0,60	53,7	39,4	1,31
2012	2,7	29,1	44,2	23,9	1,80	0,57	52,5	41,8	1,26
2013	2,7	27,7	47,2	22,4	1,88	0,57	50,9	39,2	1,29
<b>Spagna</b>									
2007	0,3	34,0	48,6	17,1	3,84	1,32	64,5	41,4	2,28
2012	0,5	40,9	44,1	14,6	3,23	1,34	51,5	48,4	1,97
2013	0,6	37,0	49,9	12,4	3,42	1,29	46,2	43,0	2,06
<b>Area dell'euro</b>									
2007	2,4	29,1	54,0	14,5	2,99	0,94	51,6	36,9	1,84
2012	3,8	32,0	49,7	14,4	2,84	1,02	47,0	41,9	1,84
2013	3,8	29,8	52,8	13,6	2,97	1,00	45,5	38,9	1,93
<b>Regno Unito</b>									
2007	7,5	28,2	59,4	5,0	2,57	0,92	41,3	37,5	1,15
2012	10,4	27,9	56,3	5,4	2,54	0,97	31,3	40,5	1,23
2013	10,3	26,4	58,1	5,2	2,57	0,94	29,6	38,7	1,23
<b>Stati Uniti (5)</b>									
2007	9,8	15,8	57,4	17,0	2,92	0,75	37,6	30,8	1,18
2012	14,5	14,2	54,4	16,9	2,70	0,78	29,8	34,5	1,18
2013	13,9	12,8	58,9	14,3	2,98	0,80	29,1	31,2	1,21

Fonte: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: BCE (area dell'euro e paesi dell'area); BCE e Bank of England (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Includono le riserve tecniche di assicurazione, i fondi pensione e gli strumenti derivati. – (3) Valori percentuali; quota dei prestiti delle banche residenti sul totale dei debiti finanziari. Per gli Stati Uniti sono inclusi anche i prestiti degli emittenti privati di titoli garantiti da attività (asset-backed securities). – (4) Valori percentuali; rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (5) Dati riferiti al settore *non financial business*.

*Le obbligazioni.* – Nel 2013 le emissioni lorde di obbligazioni da parte di imprese italiane, incluse quelle di controllate estere, sono state pari a 39 miliardi; ulteriori 10 miliardi sono stati collocati nel primo trimestre del 2014. A partire dal 2009 i collocamenti sono stati in media pari a 32 miliardi l'anno, circa 9 in più rispetto al periodo 2002-07; durante la crisi hanno fatto ricorso al mercato obbligazionario soprattutto imprese di grande dimensione che hanno utilizzato i fondi raccolti anche per rimborsare prestiti bancari (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014). Nel 2013 il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari ha consentito di allungare

la durata media dei titoli emessi (11 anni; 6 nel 2012); sono rimasti sostanzialmente stabili i tassi di interesse e la quota dei collocamenti a tasso fisso (85 per cento).

Alla crescita delle emissioni obbligazionarie nel 2013 hanno contribuito i cosiddetti minibond collocati da società non quotate. La normativa entrata in vigore nel 2012 (decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito dalla legge 7 agosto 2012, n. 134) prevede che per questi titoli, se negoziati in mercati regolamentati o detenuti da investitori qualificati, il trattamento fiscale sia assimilato a quello applicato alle obbligazioni delle società quotate, per quanto riguarda sia la deducibilità degli interessi passivi, sia l'esenzione dalla ritenuta sui proventi per alcuni investitori. Dal novembre 2012 al dicembre 2013 hanno emesso minibond 19 imprese, per un importo di 5,9 miliardi (il 12 per cento del valore delle obbligazioni collocate nello stesso periodo); quasi tutti gli emittenti sono società di grande dimensione, metà delle quali operanti nel settore dei servizi. Nei primi tre mesi del 2014 sono state realizzate cinque emissioni di importo contenuto (in media 16 milioni) da parte di piccole e medie imprese (PMI).

## *Il credito*

Nel 2013 i finanziamenti bancari concessi alle imprese italiane sono diminuiti del 5,0 per cento; il calo si è attenuato nei primi mesi dell'anno in corso (-4,2 a marzo; tav. 14.8). Tra i principali paesi dell'area, la riduzione dei prestiti alle società non finanziarie è stata più accentuata in Spagna (-10,2 per cento) e più contenuta in Germania (-1,8 per cento); in Francia i prestiti sono rimasti sostanzialmente stabili (0,6 per cento).

*I dati della Centrale dei rischi relativi alle società di capitale italiane censite negli archivi Cerved indicano che nel biennio 2012-13 il calo del credito ha riguardato, con intensità diverse, tutti i settori di attività economica, le categorie dimensionali e le classi di rischiosità individuate da Cerved sulla base di alcuni indicatori di bilancio. Nel 2009, durante la recessione, la flessione era stata invece meno diffusa: i prestiti continuavano a crescere per le imprese con meno di dieci addetti, per quelle con bilanci più equilibrati e nei settori dell'energia e delle costruzioni. In entrambi i periodi il calo dei prestiti delle imprese di maggiore dimensione e con i bilanci più solidi si è associata a un loro maggiore ricorso al mercato obbligazionario.*

La diminuzione dei prestiti concessi da società finanziarie, più ampia rispetto a quella osservata per le banche (-5,4 per cento nel mese di marzo), è stata marcata nel comparto del factoring che ha in parte risentito della riduzione dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*).

La domanda di credito delle imprese ha riflesso il calo degli investimenti e dei volumi produttivi. I dati desunti dall'indagine Invind indicano che il saldo tra le aziende che hanno aumentato la domanda di prestiti e quelle che l'hanno ridotta nella seconda metà del 2013, 12 per cento, è rimasto attorno ai livelli minimi degli ultimi sei anni.

Sul versante dell'offerta, nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Euro-sistema le banche italiane hanno segnalato, a partire dal quarto trimestre del 2013, un'attenuazione della severità dei criteri di concessione dei finanziamenti, che restano tuttavia restrittivi (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Sulla base dell'indagine Invind la quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto dalle banche i finanziamenti richiesti è scesa di circa tre punti rispetto al 2012, al 9 per cento, un valore ancora alto rispetto al periodo 2005-07;

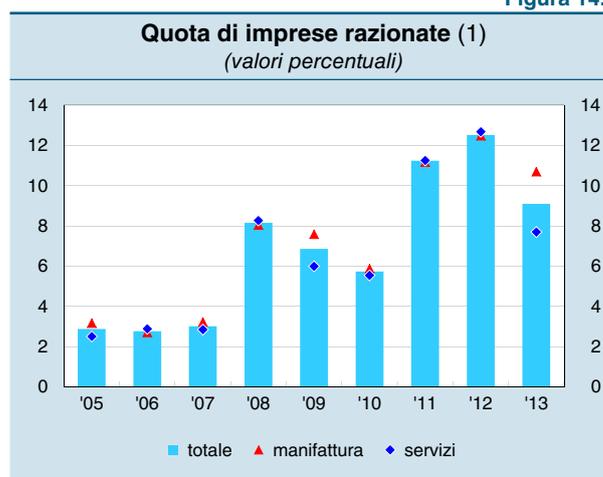
Tavola 14.8

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2011	2012	2013	marzo 2014	marzo 2014
<b>Banche</b>					
<b>Attività economica delle imprese</b>					
Manifattura	-0,3	-5,9	-6,1	-3,8	20,9
Costruzioni	-0,5	-2,4	-4,5	-4,3	15,6
Servizi	3,6	-2,4	-6,8	-6,2	32,9
Attività immobiliari	0,8	-1,1	-3,2	-3,9	11,8
Altro	9,0	1,1	-5,2	-3,5	9,1
<b>Dimensione delle imprese</b>					
Imprese piccole (2)	-0,2	-2,9	-4,0	-3,1	17,2
Imprese medio-grandi	3,2	-2,0	-5,3	-4,5	73,1
<b>Durata dei prestiti</b>					
Fino a un anno	4,2	-0,3	-6,2	-3,4	31,5
Oltre un anno	1,6	-3,2	-4,4	-4,7	58,8
<b>Totale</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>90,3</b>
<b>Società finanziarie</b>					
Leasing	1,8	-2,6	-4,3	-3,9	6,3
Factoring	15,3	3,9	-6,2	-11,1	2,6
Altri finanziamenti	-5,9	-9,4	2,6	-0,4	0,8
<b>Totale</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>9,7</b>
<b>Banche e società finanziarie</b>					
<b>Totale</b>	<b>2,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,4</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 per attività economica relativi a dicembre 2011 sono parzialmente stimati. I dati di marzo 2014 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.

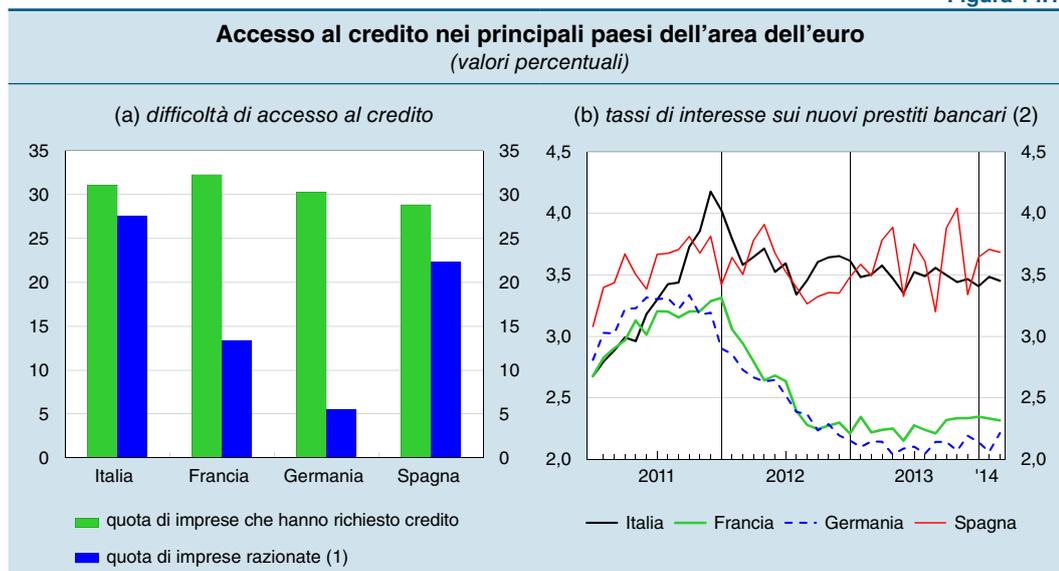
il miglioramento è stato marcato per le imprese dei servizi (fig. 14.9). Le difficoltà di accesso al credito delle imprese italiane, in linea con quelle rilevate in Spagna, restano elevate nel confronto con le altre principali economie dell'area dell'euro: l'indagine semestrale della Banca centrale europea tra le imprese dell'area indica che, nonostante la quota di aziende che hanno domandato nuovi prestiti sia simile nei diversi paesi, in Italia e in Spagna l'incidenza di quante non riescono a ottenere i finanziamenti richiesti è superiore rispetto alla Germania e alla Francia (fig. 14.10.a).

Figura 14.9



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

(1) Imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto. Prima del 2010 le domande sulle difficoltà di accesso al credito erano riferite al momento dell'intervista; dal 2010 i dati sono riferiti all'intero anno.



Fonte: BCE, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – October 2013 to March 2014* e segnalazioni armonizzate del SEBC.

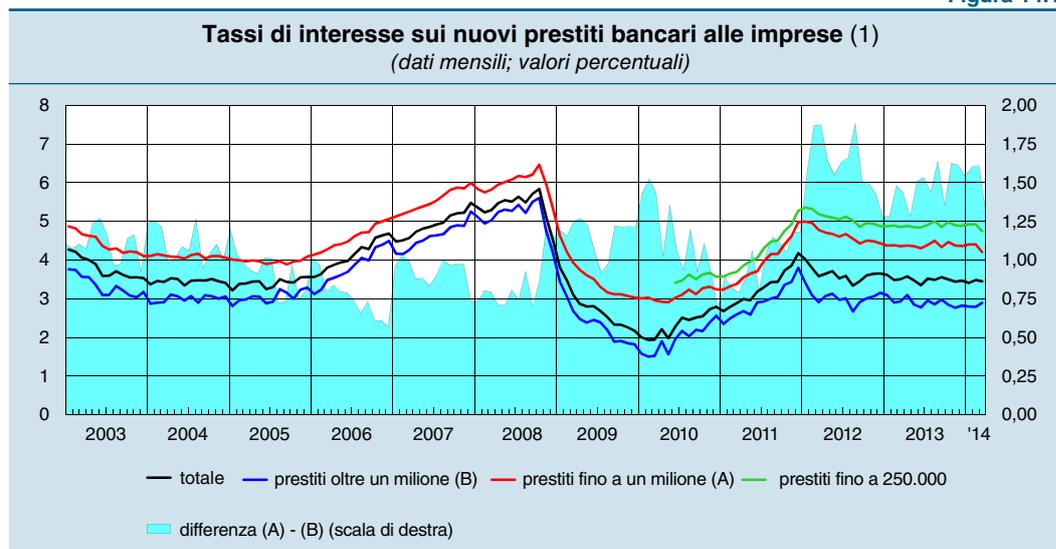
(1) Imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto sul totale delle imprese che hanno domandato credito. – (2) Dati mensili. I dati non includono le erogazioni di prestiti in conto corrente. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

In Italia l'aumento del rischio di credito ha determinato una crescita della quota di prestiti assistiti da garanzie durante la crisi (dal 63 per cento nel 2007 al 69 nel 2013). Sono aumentate soprattutto le garanzie reali e quelle fornite da soggetti che gestiscono risorse pubbliche, che offrono agli intermediari una maggiore possibilità di recupero del credito in caso di insolvenza. A fronte di un incremento del valore complessivo delle garanzie di circa il 10 per cento, sono aumentate del 16 per cento le garanzie reali, del 26 quelle offerte dai confidi, in larga parte beneficiari di contributi pubblici, e di oltre dieci volte quelle fornite dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e dalle finanziarie regionali. Sulla base dell'indagine Invind, nel 2013 circa il 14 per cento delle imprese ha ricevuto una garanzia dal Fondo, da un confidi o da un ente pubblico; quasi la metà di queste aziende ha dichiarato che in assenza della garanzia non avrebbe ottenuto alcun finanziamento.

A partire da marzo del 2012 i tassi bancari sui nuovi prestiti sono rimasti stabili intorno al 3,5 per cento, un livello lievemente inferiore a quello osservato, in media, tra il 2003 e il 2007 (fig. 14.11). In presenza di un'inflazione attesa contenuta, il costo reale del debito bancario, prossimo al 2 per cento, è risultato poco più elevato rispetto al periodo 2003-07, anche se inferiore a quello osservato nella seconda parte degli anni novanta (5,1 per cento).

Nel 2013 il divario tra i tassi applicati ai nuovi finanziamenti di importo inferiore a un milione di euro e quelli sui prestiti di importo superiore, è stato in media pari a 150 punti base (130 a marzo 2014; circa 100 tra il 2003 e il 2007). Resta ampio anche il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti a breve termine alle aziende con bilanci meno equilibrati e a quelle più solide (240 punti base); dal 2008 l'aumento del divario aveva interessato tutte le classi dimensionali, segnalando una maggiore discriminazione della clientela in base al merito di credito da parte degli intermediari finanziari.

Figura 14.11



Fonte: segnalazioni armonizzate del SEBC; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) I dati non includono le erogazioni di prestiti in conto corrente.

I tassi di interesse bancari applicati alle imprese italiane si mantengono più alti di quelli della Germania e della Francia (di circa 120 punti base nel marzo 2014, un livello poco inferiore rispetto alla media del 2013; fig. 14.10.b); le differenze sono marcate soprattutto per i prestiti di minore importo.

### *Fragilità finanziaria e difficoltà di rimborso dei debiti*

Nel 2013 il rapporto fra oneri finanziari netti e MOL, un indicatore della capacità delle imprese di rimborsare i debiti, è risultato stabile al 21,4 per cento, un valore alto rispetto alla prima parte dello scorso decennio (cfr. fig. 14.6). Sulla base dei dati di bilancio del 2012, nei settori delle costruzioni e delle attività immobiliari le aziende presentavano un peso degli oneri finanziari circa doppio rispetto alla media degli altri comparti.

La tensione delle condizioni finanziarie delle imprese è confermata dall'elevato numero di società di capitale, circa 57.000, che nel 2013 ha cessato l'attività produttiva volontariamente o in seguito all'avvio di procedure concorsuali (18.000 in più rispetto alla media del periodo 2004-08).

*I risultati di analisi econometriche condotte sui bilanci delle società di capitale indicano che tra il 2008 e il 2012 la probabilità di cessazione dell'attività produttiva, sia per l'avvio di una procedura fallimentare sia per una liquidazione volontaria, è stata maggiore per le aziende più piccole e per quelle di più recente costituzione. A parità di altre caratteristiche delle imprese, come la dimensione, il settore produttivo o l'area in cui sono localizzate, l'apertura di una procedura fallimentare è correlata soprattutto a squilibri nella struttura finanziaria, come un alto leverage, mentre la probabilità di liquidazione è maggiormente influenzata dai livelli di redditività.*

Le difficoltà di rimborso dei prestiti bancari sono rimaste elevate. Nei primi mesi del 2014 sono tuttavia emersi segnali di miglioramento: in marzo il flusso annualizzato di nuove sofferenze rettificata è sceso al 4,1 per cento dei prestiti vivi di

inizio periodo, dal picco del 4,8 raggiunto nel settembre 2013. L'ammontare di finanziamenti deteriorati, pari a 239 miliardi, ha raggiunto il 25,9 per cento del totale a marzo del 2014 (fig. 14.12); la quota dei prestiti scaduti, meno problematici, si è ridotta negli ultimi due trimestri.

Anche nelle transazioni commerciali emergono lievi miglioramenti: per le vendite effettuate in Italia, l'indagine Invind segnala che nel 2013 la percentuale di crediti riscossi successivamente alla data concordata si è ridotta di due punti rispetto all'anno precedente, al 31 per cento. La durata dei ritardi è rimasta stabile a 44 giorni, mentre quella delle dilazioni di pagamento, che tiene conto dei tempi stabiliti contrattualmente dalle parti e dei ritardi, è diminuita da 92 a 84 giorni.

Figura 14.12



Fonte: segnalazioni di vigilanza. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

### *Le principali iniziative a sostegno delle condizioni finanziarie*

Il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, operativo da oltre un decennio, ha continuato a rappresentare il principale strumento a sostegno del finanziamento delle aziende: nel 2013 sono stati garantiti prestiti per 11 miliardi ed è stato raggiunto il livello massimo di 77.000 domande accolte (a fronte di complessivi 41 miliardi e 270.000 domande tra il 2009 e il 2013). Recenti interventi legislativi hanno ampliato la platea dei beneficiari del Fondo – includendovi, ad esempio, i liberi professionisti – e ne hanno aumentato notevolmente la dotazione per il triennio 2014-16; parte di queste risorse tuttavia è destinata a finalità diverse da quelle originarie, tra cui la patrimonializzazione dei confidi e la concessione di garanzie a società di grande dimensione nell'ambito di progetti per la ricerca e l'innovazione industriale.

*Un'analisi econometrica condotta su circa 83.000 imprese mostra che per 12.000 aziende beneficiarie della garanzia del Fondo tra il 2005 e il 2010 il credito bancario è aumentato a ritmi superiori rispetto a quello concesso a imprese non beneficiarie con caratteristiche simili; meno significativo è l'effetto sul tasso di interesse dei prestiti complessivamente ricevuti dagli intermediari. I finanziamenti garantiti dal Fondo sono stati utilizzati soprattutto per rispondere alle esigenze di copertura del capitale circolante (scorte e crediti commerciali).*

Nel luglio 2013 l'ABI e le principali associazioni imprenditoriali hanno sottoscritto una terza moratoria in favore delle PMI in temporanea difficoltà finanziaria che, analogamente ad accordi precedenti, propone misure di sospensione dei pagamenti e allungamento della durata dei finanziamenti. Dal 2009 le diverse

moratorie hanno consentito la sospensione di circa 23 miliardi di quote di capitale (3 miliardi nel 2013).

La Cassa depositi e prestiti (CDP), mediante diversi accordi sottoscritti dal 2009 con l'ABI, ha messo a disposizione delle banche 18 miliardi a tassi di interesse contenuti, finalizzati al finanziamento delle PMI. Gli intermediari aderenti hanno finora erogato circa 12 miliardi, di cui 3 nel 2013; nell'ultimo biennio l'utilizzo dello strumento è rallentato, in connessione con l'attenuazione delle tensioni di liquidità nei bilanci bancari.

Nel complesso tra il 2009 e il 2013 le risorse finanziarie affluite alle PMI, grazie alle moratorie e agli interventi del Fondo di garanzia e della CDP, sono state pari a 76 miliardi, circa il 16 per cento delle erogazioni di prestiti di importo inferiore a 250.000 euro (che approssimano i finanziamenti alle aziende di minore dimensione).

Nel 2013 le condizioni finanziarie delle imprese hanno beneficiato anche dell'accelerazione dei pagamenti di debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche e dei rimborsi fiscali. Alla fine del marzo 2014 gli enti debitori avevano erogato circa la metà dei 47 miliardi stanziati per il biennio 2013-14. Sulla base dell'indagine Invind la maggior parte dei rimborsi è stata utilizzata dai beneficiari per ridurre debiti verso banche o fornitori.

Molte Amministrazioni locali, in particolare le Regioni, hanno adottato negli scorsi anni provvedimenti per mitigare le difficoltà di accesso al credito delle aziende. Secondo un'indagine condotta dalle sedi regionali della Banca d'Italia, tra il 2009 e il 2013 le Regioni hanno deliberato l'impiego di circa 6 miliardi di euro a diretto sostegno del finanziamento delle imprese (fondi "per cassa"); finora è stato effettivamente utilizzato circa l'80 per cento di queste risorse. A questi fondi si aggiungono 800 milioni rilasciati dalle stesse Regioni a titolo di garanzia e circa 400 milioni erogati dalle Camere di commercio: la maggior parte di queste risorse è indirizzata al sostegno dei confidi. Una quota elevata dei fondi "per cassa" è stata destinata alle imprese con il coinvolgimento del sistema creditizio, attraverso forme di cofinanziamento (45 per cento del totale), prestiti assistiti da fidejussioni bancarie (20 per cento) o contributi in conto interesse (7 per cento). Gli interventi sono stati mirati principalmente al finanziamento degli investimenti e delle spese in ricerca e sviluppo.

### *Il capitale di rischio*

Nel 2013 il patrimonio netto delle società non finanziarie è cresciuto di 35 miliardi (3 miliardi nell'anno precedente; cfr. tav. 14.6); vi hanno contribuito le condizioni più favorevoli dei mercati finanziari e l'adozione di alcuni provvedimenti a sostegno della capitalizzazione delle imprese.

La ripresa dei corsi azionari ha favorito la raccolta di capitale di rischio sul mercato, che ha raggiunto 1,4 miliardi, il valore più alto degli ultimi quattro anni. Le operazioni di nuova quotazione sono state 11, circa il doppio di quelle realizzate, in media, tra il 2008 e il 2012; altre 4 sono state effettuate nel primo quadrimestre dell'anno in corso. Le quotazioni si sono concentrate nell'Alternative Investment Market, il segmento di mercato dedicato alle imprese di minore dimensione e caratterizzato da più snelle procedure di ammissione alla quotazione.

Secondo i dati pubblicati dall'Aifi, nel 2013 gli investimenti in capitale di rischio effettuati da società di private equity e venture capital sono stati pari a 3,4 miliardi e hanno interessato 281 imprese, valori di circa il 15 per cento più elevati di quelli osservati, in media, nei quattro anni precedenti. Oltre la metà delle risorse è stata impiegata in operazioni di leveraged buy-out. Gli investimenti in imprese nelle fasi iniziali di attività (*early stage*) sono stati solo il 2,4 per cento del totale e hanno riguardato 108 società; in Francia e in Germania questo comparto rappresenta, rispettivamente, il 10 e l'8 per cento degli investimenti complessivi e il numero di imprese finanziate è molto più alto (489 e 664 rispettivamente).

Il Fondo italiano di investimento, costituito alla fine del 2010, fino allo scorso mese di febbraio aveva deliberato l'acquisizione diretta di 37 partecipazioni di capitale per 360 milioni (71 milioni dall'inizio del 2013) e l'investimento in 21 fondi di private equity e venture capital per 425 milioni (160 milioni dall'inizio del 2013). Soprattutto attraverso questa seconda attività il Fondo sta contribuendo ad aumentare l'attrattività degli investimenti nel capitale di rischio di imprese italiane da parte di grandi investitori istituzionali, anche esteri.

La legge di stabilità per il 2014 ha rafforzato le norme sull'Aiuto alla crescita economica (ACE), la principale misura emanata negli ultimi anni a sostegno della capitalizzazione delle imprese: è previsto che l'aliquota da applicare agli aumenti di capitale per il calcolo delle deduzioni dal reddito imponibile, inizialmente fissata al 3 per cento, cresca progressivamente dal 4 per cento nel 2014 al 4,75 nel 2016 (cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le riforme*). Gli sgravi fiscali dell'ACE, di cui le imprese beneficiano in maniera automatica, si applicano cumulativamente a tutti gli incrementi del patrimonio realizzati a partire dal 2011; spettano quindi anche negli anni successivi a quelli in cui si verifica l'aumento.

Sulla base delle dichiarazioni dei redditi delle società di capitale non finanziarie per il 2011, le ultime disponibili, nel primo anno di applicazione della norma avevano aumentato il patrimonio quasi 200.000 imprese, il 20 per cento del totale; di queste circa 30.000 non hanno fruito appieno degli sgravi per incapienza del reddito imponibile, ma conservano il diritto di farlo negli anni successivi. Per il biennio 2012-13 l'indagine Invind indica che circa il 40 per cento delle imprese avrebbe aumentato il patrimonio netto; quasi il 10 per cento di tali imprese ha dichiarato che la presenza degli sgravi fiscali previsti dall'ACE è stata determinante nella scelta di ricapitalizzare l'azienda.

## 15. I MERCATI MONETARI E FINANZIARI E LE LORO INFRASTRUTTURE

Nel 2013 è proseguito il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari italiani che si era avviato nella seconda metà del 2012. È sensibilmente diminuita l'incertezza, si sono ridotti i premi per il rischio sui titoli di Stato e sono aumentati i corsi delle azioni e delle obbligazioni private.

Questi sviluppi positivi sono dovuti principalmente all'abbattimento dei timori di disgregazione dell'Unione monetaria e ai risultati conseguiti dall'Italia nel processo di aggiustamento fiscale e strutturale. A rinsaldare la fiducia degli investitori sulla irreversibilità della moneta unica hanno contribuito l'introduzione delle operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMT) da parte della Banca centrale europea nell'agosto del 2012 e l'avanzamento del processo di integrazione economica e istituzionale a livello comunitario, di cui il progetto di Unione bancaria costituisce un elemento essenziale (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). I mercati finanziari italiani sono stati sostenuti anche dal graduale rafforzamento delle prospettive di ripresa dell'economia e, a partire dall'autunno, dalla ricomposizione dei portafogli degli investitori dalle economie emergenti a quelle avanzate.

Nel corso del 2013 i mercati finanziari italiani hanno temporaneamente risentito di alcuni episodi di tensione connessi con fattori internazionali, tra cui la crisi finanziaria di Cipro, il conflitto in Siria, i timori circa le modalità di uscita dalle misure non convenzionali di politica monetaria negli Stati Uniti e le connesse turbolenze sui mercati dei paesi emergenti (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). All'inizio dell'anno ha pesato anche l'incertezza seguita alle elezioni politiche in Italia. Tali tensioni hanno nel complesso avuto effetti contenuti.

È diminuita, pur rimanendo significativa, la frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Si è ridotto il divario fra i premi per il rischio sui titoli azionari e obbligazionari delle banche e delle società non finanziarie italiane e quelli sui titoli delle società degli altri paesi dell'area.

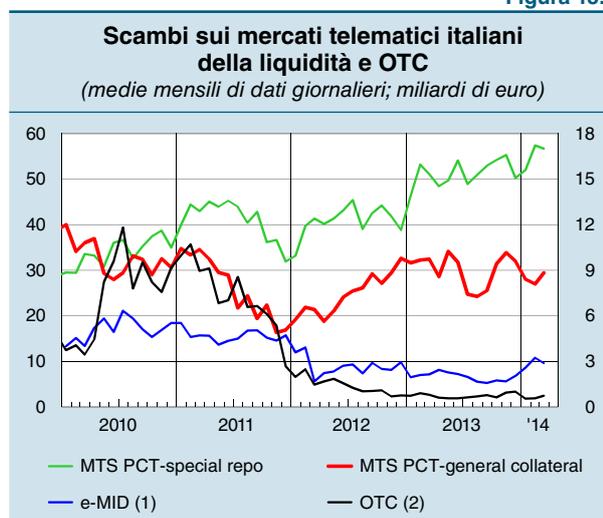
Il volume di collocamenti obbligazionari effettuati dalle società italiane sui mercati internazionali è stato complessivamente superiore rispetto a quello dell'anno precedente; è aumentata la quota di emissioni effettuate da società di minore dimensione.

Nei primi mesi del 2014 il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari è proseguito. I premi per il rischio sui titoli di Stato italiani si sono ridotti ulteriormente; i rendimenti dei titoli decennali hanno raggiunto il livello più basso registrato dalla loro introduzione all'inizio degli anni novanta. Inoltre, i corsi delle azioni e delle obbligazioni delle società italiane hanno segnato rialzi marcati, superiori a quelli registrati negli altri paesi dell'area.

## Il mercato monetario

Nel 2013 gli scambi giornalieri di depositi interbancari non garantiti sul mercato e-Mid si sono ridotti, attestandosi in media al di sotto dei 2 miliardi di euro (2,7 miliardi nel 2012; fig. 15.1). A mantenere contenuti gli scambi ha contribuito la liquidità, che resta elevata nonostante il rimborso anticipato di parte dei fondi ottenuti dalle banche dell'area dell'euro nelle operazioni di rifinanziamento a tre anni con la BCE. Secondo stime basate sulle informazioni fornite dal sistema TARGET2, anche le negoziazioni di depositi over-the-counter (OTC) avrebbero registrato una flessione (al netto delle operazioni infragruppo).

Figura 15.1



Fonte: elaborazioni su dati e-MID SIM spa, MTS spa e TARGET2-Banca d'Italia. (1) Scala di destra. (2) Scala di destra; 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 numero degli aderenti all'e-MID è ulteriormente diminuito (122 aderenti lo scorso marzo, contro 136 a fine 2012); la riduzione ha riguardato in misura maggiore gli aderenti esteri, che ora rappresentano poco più di un quarto del totale dei partecipanti (circa un terzo nel 2012). È diminuito anche il numero di intermediari attivi, mentre la concentrazione degli scambi è aumentata significativamente (lo scorso marzo circa il 70 per cento degli scambi era riconducibile ai primi dieci operatori); le contrattazioni hanno riguardato prevalentemente i depositi di durata giornaliera (98 per cento del totale).*

La preferenza per forme di scambio garantite ha determinato un'ulteriore crescita dei volumi di pronti contro termine sul segmento general collateral del mercato MTS (in aumento del 21 per cento rispetto al 2012) e di depositi interbancari garantiti sul New MIC, il segmento collateralizzato dell'e-MID.

Nei primi mesi del 2014 vi sono stati segnali di ripresa delle forme di finanziamento non garantite. Sul mercato e-Mid, in particolare, gli scambi di depositi interbancari non garantiti hanno superato nel febbraio del 2014 i 3 miliardi medi giornalieri.

Nello scorso anno il tasso di interesse applicato ai depositi overnight scambiati sul mercato italiano è stato inferiore (di 2 punti base in media) al benchmark europeo sulla stessa scadenza (il tasso Eonia). In giugno un elevato fabbisogno di liquidità delle banche italiane, connesso con scadenze fiscali, ha determinato un temporaneo rialzo dei tassi interbancari italiani al di sopra di quelli europei, che si è riflesso anche sul costo della raccolta garantita da titoli di Stato italiani; le tensioni sono rientrate in agosto.

## Il mercato dei titoli pubblici

*L'offerta e la domanda di titoli.* – Nel 2013 le emissioni nette di titoli pubblici sono cresciute rispetto all'anno precedente (da 46 a 81 miliardi di euro), rispecchiando

l'aumento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: *La finanza pubblica*). Alla fine dell'anno la consistenza di titoli pubblici in rapporto al PIL era pari al 111,2 per cento (105,5 nel 2012); il totale del debito pubblico aveva raggiunto il 132,6 per cento del PIL.

Le emissioni di titoli di Stato hanno continuato a essere effettuate con regolarità, in presenza di una domanda sostenuta e di rendimenti in diminuzione. Il rapporto tra le quantità richieste e quelle offerte in asta (cover ratio) è rimasto ben superiore all'unità per tutto il 2013 (1,4 in media per i BTP decennali).

Alla fine del 2013 la vita media residua dei titoli di Stato, pur essendosi ridotta lievemente (di due mesi, a sei anni e quattro mesi), continuava a essere elevata. La durata finanziaria media era rimasta invariata rispetto a un anno prima, a cinque anni.

A fronte di un incremento delle emissioni nette di BTP (81 miliardi, da 63 nel 2012) e di una ripresa di quelle di CCT e CTZ (2 e 14 miliardi, contro rimborsi netti per 22 e 9 miliardi nel 2012), sono stati effettuati rimborsi netti di BOT (10 miliardi, contro collocamenti netti per 19 miliardi nel 2012). Nel comparto dei BTP sono aumentate le emissioni nette di titoli trentennali e quindicennali, mentre si sono ridotte quelle di titoli a cinque e dieci anni. Sono state realizzate ingenti emissioni nette di BTP indicizzati all'inflazione europea (10 miliardi, contro rimborsi netti per 2 miliardi nel 2012) e di BTP Italia (39 miliardi, da 27 nel 2012).

*I BTP Italia sono titoli indicizzati ai prezzi al consumo italiani, destinati agli investitori al dettaglio, emessi a prezzo fisso e con una garanzia di rendimento minimo; le quantità emesse sono significativamente influenzate dall'andamento della domanda da parte dei risparmiatori. Nelle tre emissioni effettuate tra l'aprile del 2013 e l'aprile del 2014, grazie a una forte richiesta, il Tesoro ha collocato BTP Italia per importi assai elevati (circa 60 miliardi nel complesso). Si stima che la percentuale di ordini effettuati direttamente dai risparmiatori tramite l'home banking sia stata compresa, nelle tre aste, tra il 24 e il 30 per cento. Nell'ultimo collocamento la quota di ordini imputabili a investitori istituzionali esteri sarebbe stata prossima al 12 per cento.*

Nello scorso anno le banche italiane hanno effettuato acquisti netti di titoli pubblici per 46 miliardi. Gli acquisti si sono concentrati su BTP, CTZ e CCT (42, 16 e 8 miliardi, rispettivamente), a fronte di marcate vendite nette di BOT (15 miliardi); sono avvenuti in prevalenza nel primo semestre, mentre a partire dal mese di luglio le banche sono risultate venditrici nette di titoli pubblici (cfr. il capitolo 16: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*).

Dopo tre anni di forti disinvestimenti nel 2013 gli investitori esteri hanno realizzato acquisti netti di titoli pubblici per 13 miliardi. Alla fine dell'anno la quota di titoli in loro possesso era pari al 36 per cento, in lieve diminuzione rispetto a un anno prima (37 per cento); essa era pari al 27,0 per cento (27,8 un anno prima) al netto dei titoli detenuti dall'Eurosistema (esclusa la Banca d'Italia) nell'ambito del programma SMP (4,4 per cento) e di quelli nel portafoglio di fondi comuni e gestioni patrimoniali con sede all'estero ma riconducibili a risparmiatori italiani (4,9 per cento). Hanno effettuato acquisti netti di titoli di Stato sia investitori residenti negli altri paesi dell'area dell'euro sia, anche se in misura minore, investitori residenti in altre aree geografiche.

In base a dati preliminari nei primi tre mesi dell'anno in corso vi sarebbero stati investimenti netti dall'estero in titoli pubblici italiani per importi considerevoli (37 miliardi, contro 11 miliardi nel primo trimestre del 2013).

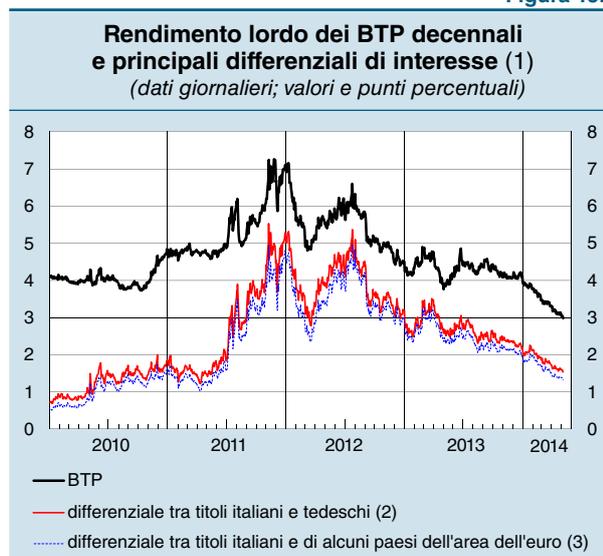
*I tassi di interesse.* – Nel 2013 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono diminuiti su tutte le scadenze, grazie a una significativa riduzione dei premi per il rischio sovrano. Sulla durata a dieci anni i rendimenti sono scesi dal 4,5 al 4,1 per cento per i titoli italiani (fig. 15.2), mentre sono saliti dall'1,3 all'1,9 per quelli tedeschi. Nell'anno in corso il tasso sul BTP decennale è diminuito ulteriormente, toccando intorno alla metà di maggio un minimo del 2,9 per cento, il valore più basso, in termini nominali, raggiunto dall'introduzione di tali titoli all'inizio degli anni novanta.

Il calo dei differenziali di interesse con la Germania è associato soprattutto al venir meno dei timori di disgregazione dell'Unione monetaria. Vi hanno contribuito l'introduzione delle operazioni OMT da parte della BCE, i progressi nell'integrazione economica e istituzionale all'interno dell'Unione europea (tra i quali il rapido avanzamento del progetto di Unione bancaria) e quelli compiuti nelle politiche nazionali in Italia e negli altri paesi più esposti alle tensioni sul debito sovrano. Nella seconda parte del 2013 i titoli di Stato italiani hanno beneficiato anche del consolidamento delle prospettive di ripresa ciclica nell'area dell'euro e della domanda proveniente da investitori in uscita dai paesi emergenti. Nell'arco dell'anno gli spread con i titoli tedeschi sono diminuiti di 0,9, 1,2 e 1,0 punti percentuali sulle scadenze a 3, 5 e 10 anni rispettivamente. A tale calo si è accompagnata anche una forte diminuzione della volatilità dei tassi di interesse sui titoli di Stato.

*Il progressivo miglioramento delle condizioni dei mercati del debito sovrano aveva avuto inizio nell'estate del 2012, in seguito all'introduzione delle OMT da parte della BCE, volte a fugare i timori di reversibilità della moneta unica. In base a un indicatore derivato dal volume di ricerche su internet di termini connessi con l'eventualità di una crisi dell'Unione monetaria, tali timori si erano già significativamente affievoliti alla fine del 2012 e hanno continuato a ridursi nel 2013 (cfr. il riquadro: La diminuzione degli spread sovrani dell'Italia dall'estate del 2012, in Bollettino economico, n. 2, 2014), contribuendo in misura significativa al calo degli spread.*

In alcune fasi sono emerse tensioni, perlopiù connesse con fattori internazionali. In più occasioni hanno pesato le turbolenze sui mercati dei paesi emergenti e l'incertezza sulle modalità e sugli effetti del rallentamento degli acquisti di titoli obbligazionari da parte della Riserva federale negli Stati Uniti. Gli spread sono stati temporaneamente sospinti al rialzo dalla crisi finanziaria di Cipro, in marzo, e dai violenti scontri in Siria, in agosto. Rialzi transitori dei premi per il rischio sui titoli di Stato italiani sono stati anche causati da episodi di incertezza politica, tra cui quello seguito alle elezioni in febbraio. Durante le fasi di tensione il livello e la volatilità degli spread sovrani

Figura 15.2



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il rendimento del BTP e quello del corrispondente titolo Bund. – (3) Differenziale tra il rendimento del BTP e la media semplice dei rendimenti dei corrispondenti titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro che alla fine del 2012 avevano merito di credito AAA da parte di almeno due delle principali agenzie di rating (Austria, Finlandia, Germania e Paesi Bassi).

dell'Italia si sono comunque mantenuti ben al di sotto dei valori massimi raggiunti alla fine del 2011.

La riduzione dei differenziali sui titoli di Stato italiani ha subito un'accelerazione nei primi mesi di quest'anno, anche per effetto di nuove riallocazioni di portafoglio dai paesi emergenti a quelli avanzati (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari*). Intorno alla metà di maggio lo spread sulla scadenza decennale ha raggiunto un minimo di 1,5 punti percentuali, il valore più basso osservato a partire dal giugno del 2011.

*Il mercato secondario dei titoli di Stato.* – Le condizioni di liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato italiani (MTS cash) sono migliorate. Nel 2013 i volumi medi giornalieri sono stati largamente superiori a quelli dell'anno precedente (di circa il 60 per cento; fig. 15.3). L'attività di negoziazione è stata ampiamente supportata dai *market makers*, che hanno aumentato le quantità proposte in acquisto e in vendita. Il differenziale fra denaro e lettera sulle proposte di negoziazione dei BTP si è ridotto notevolmente (a 12 punti base in media, da 33 nel 2012). Il numero di operatori esteri in rapporto al totale degli aderenti è cresciuto (dal 59 al 62 per cento), così come la quota di scambi a essi riconducibile (dal 78 all'80 per cento).

*Nei primi mesi del 2014 è proseguito il miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato dei titoli di Stato. I volumi di contrattazione sul mercato MTS cash sono ulteriormente saliti, portandosi su livelli superiori a quelli registrati prima dello scoppio della crisi del debito sovrano. È continuata anche la contrazione dei differenziali denaro-lettera.*

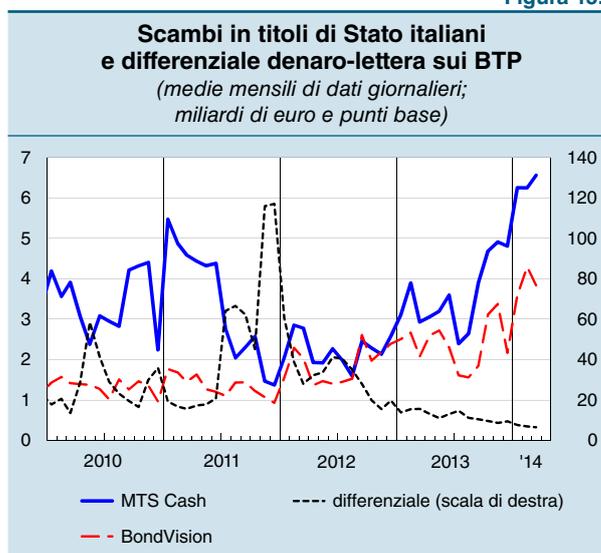
Gli scambi medi giornalieri su BondVision, il mercato rivolto agli investitori istituzionali al quale partecipano anche banche di minore dimensione, sono sensibilmente aumentati (a 2,4 miliardi, da 1,9 nel 2012). La crescita dei volumi di negoziazione è proseguita nei primi mesi del 2014.

Si sono intensificate le negoziazioni di special repo (da 38 a 49 miliardi medi giornalieri), che hanno rappresentato oltre il 60 per cento del volume di pronti contro termine negoziati sull'MTS. La differenza media fra i tassi di interesse sulle operazioni general collateral e quelle special repo (*specialness*) è diminuita (a 7 punti base, da 11 nel 2012), segnalando anche un allentamento delle pressioni speculative sui titoli di Stato italiani.

### **Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche**

*Le emissioni.* – Nel 2013 le società italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni per 75 miliardi di euro (a fronte di emissioni nette positive per 90 miliardi

**Figura 15.3**



Fonte: elaborazioni su dati MTS spa.

nel 2012; tav. 15.1). Le banche hanno rimborsato titoli in scadenza per importi molto elevati, ma la loro attività di emissione è proseguita con continuità e, rispetto all'anno precedente, è stata caratterizzata da una maggiore propensione a collocare i nuovi titoli sul mercato; il saldo fra emissioni e rimborsi di obbligazioni bancarie è stato negativo (per 80 miliardi). Anche le altre società finanziarie hanno effettuato rimborsi netti (per 17 miliardi), mentre le emissioni nette delle società non finanziarie sono aumentate (a 22 miliardi).

**Tavola 15.1**

<b>Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese italiane (1)</b> (valori nominali; milioni di euro)							
VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2013
Banche	66.330	83.153	-80.297	873.618	956.739	875.792	56
Altre società finanziarie	-4.260	-5.606	-16.663	238.953	233.376	216.665	14
Società non finanziarie	-129	12.715	22.429	90.320	103.056	125.169	8
<b>Totale</b>	<b>61.941</b>	<b>90.261</b>	<b>-74.531</b>	<b>1.202.891</b>	<b>1.293.171</b>	<b>1.217.626</b>	<b>78</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. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

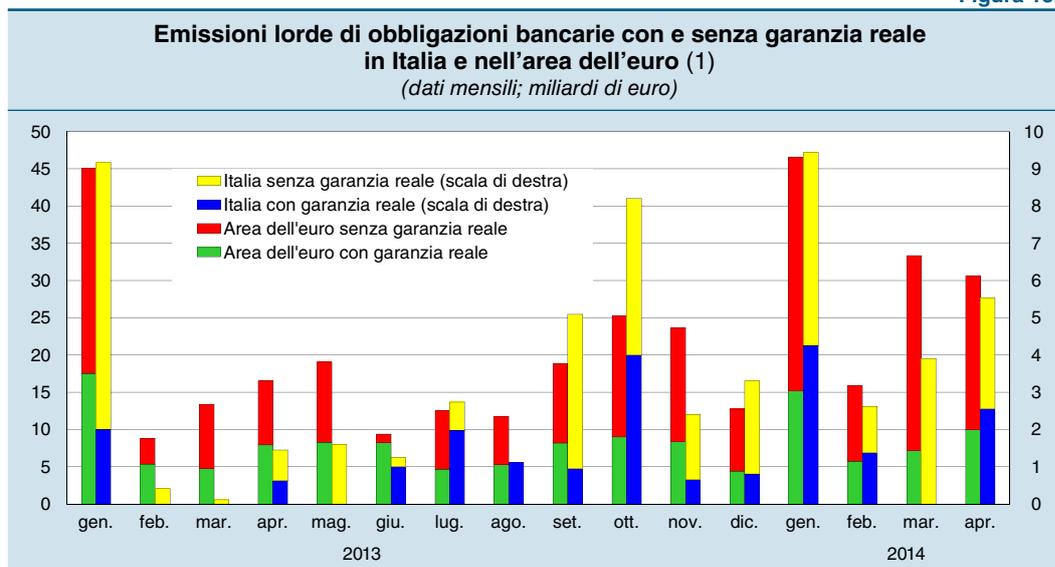
Secondo dati Dealogic, nello scorso anno i gruppi bancari italiani hanno aumentato le emissioni lorde di titoli collocati sui mercati internazionali, anche per il tramite di controllate estere (a 36 miliardi, da 19 nel 2012), mentre si sono pressoché azzerate le emissioni di titoli trattenuti in bilancio dalle stesse banche emittenti (nel 2012 avevano rappresentato circa il 60 per cento del totale). Oltre la metà delle emissioni ha riguardato titoli privi di collaterale o garanzia pubblica (fig. 15.4). Nell'ultima parte dell'anno l'attività di collocamento si è intensificata, in concomitanza con una significativa riduzione dei rendimenti.

*Nel primo quadrimestre di quest'anno l'attività di emissione da parte delle banche italiane è rimasta intensa. Sono state collocate sui mercati internazionali obbligazioni per 21 miliardi, in prevalenza sul segmento dei titoli privi di garanzie. È rimasta significativa l'attività di emissione da parte di gruppi di medie dimensioni.*

Le società facenti capo a gruppi non finanziari italiani, secondo dati della stessa Dealogic, hanno collocato obbligazioni per 21 miliardi (26 nel 2012). Il numero di emittenti è ulteriormente aumentato (a 22, da 16 nel 2012) ed è diminuita, dall'80 al 60 per cento, la quota di collocamenti riconducibili ai primi sei emittenti (Enel, Eni, Fiat, Mediaset, Snam e Telecom Italia). Nel primo quadrimestre di quest'anno le emissioni lorde sono state consistenti (10 miliardi).

Nello scorso anno le società italiane hanno effettuato rimborsi netti di obbligazioni garantite da attività patrimoniali (titoli emessi da società veicolo e covered bond) per 11 miliardi (contro emissioni nette per 50 miliardi nel 2012). In particolare, i collocamenti netti di covered bond da parte di banche italiane sono scesi da 57 a 6 miliardi; le emissioni di covered bond da trattenere in bilancio per essere utilizzati come collaterale, molto intense negli anni precedenti, sono pressoché cessate.

Figura 15.4



Fonte: Dealogic.

(1) Obbligazioni emesse da banche private classificate sulla base della residenza e del settore della capogruppo. Sono esclusi i *private placement*, le obbligazioni garantite dallo Stato, quelle ritenute in bilancio (*retained*) e quelle in cui l'emittente è anche il coordinatore del prestito sindacato (*self-funded*).

Secondo lo *European Securitisation Forum*, la quota italiana delle cartolarizzazioni effettuate in Europa nel 2013 (misurata sulla base della provenienza geografica del collaterale utilizzato) è diminuita (dal 23 al 15 per cento). Sulla base di dati di fonte Dealogic, anche la quota italiana di emissioni lorde di *covered bond* si è ridotta (dal 20 al 13 per cento, sul totale di quelle effettuate da società riconducibili a gruppi dell'Europa occidentale). In termini assoluti si è avuto un calo assai marcato dei collocamenti lorde sia nel mercato italiano (da 43 a 13 miliardi) sia in quello europeo (da 220 a 100 miliardi di euro).

*I rendimenti.* – Il rendimento medio delle obbligazioni denominate in euro emesse da società non finanziarie, sia italiane sia estere, con elevato merito di credito (*investment grade*) è ulteriormente diminuito nei primi mesi del 2013, raggiungendo un minimo storico dell'1,7 per cento in aprile; successivamente il rendimento è risalito, portandosi al 2,1 per cento alla fine dell'anno (1,8 un anno prima). I rendimenti dei titoli *high yield* sono scesi ancora, dal 5,6 al 4,9 per cento.

Le società non finanziarie italiane che hanno emesso obbligazioni hanno beneficiato della riduzione delle tensioni sul debito sovrano dell'Italia. I premi per il rischio sui loro titoli sono diminuiti in misura maggiore rispetto a quelli delle imprese degli altri paesi dell'area dell'euro. Con riferimento a un campione di titoli *investment grade* a elevato flottante (fig. 15.5), nel 2013 il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato con rating AAA è diminuito in media di 0,7 e 0,1 punti percentuali per le imprese italiane e per quelle degli altri paesi dell'area rispettivamente. Ciononostante, i premi per il rischio sulle obbligazioni delle società italiane rimangono ancora superiori (di circa 0,3 punti percentuali) a quelli medi osservati nel resto dell'area.

In base alle indicazioni fornite da un campione ristretto di società non finanziarie, i premi sui *credit default swap (CDS)* a cinque anni sono scesi in media di 55 punti base in Italia, contro un calo di 96, 36 e 19 punti in Spagna, Francia e Germania, rispettivamente.

Anche gli spread obbligazionari delle principali banche italiane hanno beneficiato dell'attenuarsi delle tensioni sui mercati finanziari, diminuendo di circa 1 punto percentuale, un calo superiore a quello registrato dalle banche degli altri paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, alla fine del 2013 gli spread sulle obbligazioni bancarie italiane rimanevano in media più elevati di quelli sulle obbligazioni degli intermediari francesi e tedeschi (di 0,9 e 1,4 punti percentuali, rispettivamente).

*La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro lungo linee nazionali si è attenuata ma non è venuta meno. Stime econometriche indicano che, anche tenendo conto delle differenze nel grado di rischiosità degli emittenti e dei singoli titoli, i premi per il rischio sulle obbligazioni delle banche e delle imprese italiane continuano in media a risultare maggiori di quelli sui titoli degli emittenti tedeschi (cfr. il riquadro: La frammentazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro, in Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1, 2014).*

Figura 15.5



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine ha rating non inferiore a BBB- o Baa3. I differenziali sono calcolati con riferimento a titoli di Stato francesi e tedeschi di durata corrispondente. – (2) Obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

## Il mercato azionario

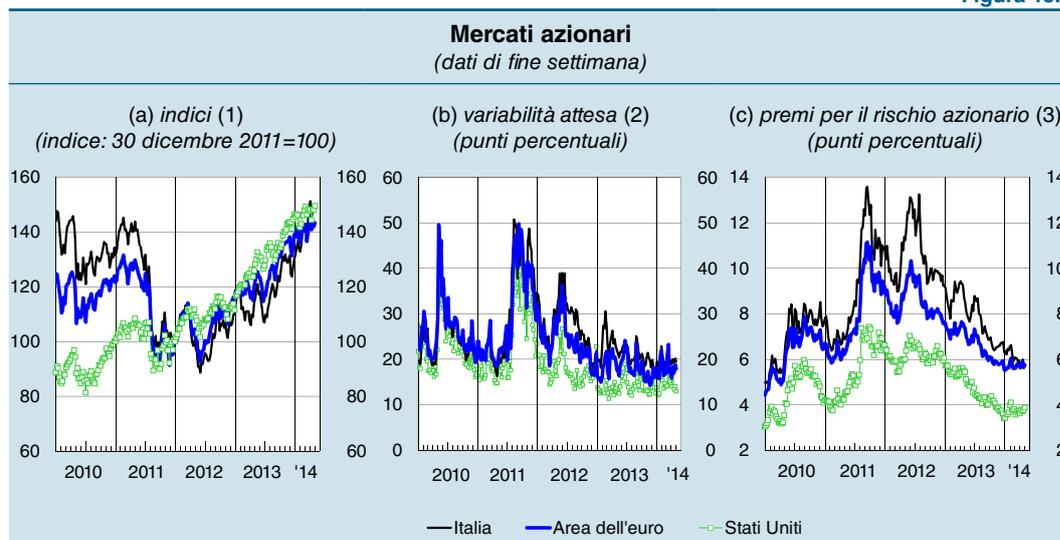
*L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni.* – Nel 2013 l'indice generale della borsa italiana è salito del 19 per cento (fig. 15.6.a), un rialzo in linea con quello registrato in media dai corsi azionari delle principali società quotate dell'area dell'euro (21 per cento).

Nel primo semestre l'andamento delle quotazioni è stato caratterizzato da ampie oscillazioni, risentendo di episodi di tensione internazionali e interni (cfr. il paragrafo: *Il mercato dei titoli pubblici*). A partire dalla fine di giugno i corsi azionari sono gradualmente aumentati, sospinti dal rafforzamento dei segnali di ripresa dell'economia e dal mantenimento di condizioni monetarie espansive sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Il rialzo dei corsi ha interessato tutti i principali comparti del listino di borsa, ad eccezione di quello petrolifero. È stato particolarmente accentuato per il settore dei servizi e per quello automobilistico (57 e 52 per cento, rispettivamente). Anche le azioni delle assicurazioni e delle banche hanno registrato aumenti sensibilmente superiori a quelli dell'indice generale (44 e 32 per cento, rispettivamente).

L'aumento dei corsi azionari è riconducibile a una marcata riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori (fig. 15.6.c), che ha più che compensato gli

Figura 15.6



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Indice: FTSE Italia MIB storico per l'Italia. Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse. – (3) Il premio per il rischio è calcolato come differenza tra il rapporto tra gli utili attesi nei successivi 12 mesi e capitalizzazione corrente e il rendimento nominale del titolo di Stato decennale (per l'Italia e l'area dell'euro viene usato il titolo di Stato tedesco).

effetti negativi derivanti dalla contrazione degli utili attesi delle società quotate e dal rialzo dei rendimenti sui titoli ritenuti maggiormente sicuri, quali i Bund tedeschi.

*All'inizio del 2013 gli analisti finanziari prevedevano che gli utili delle società quotate italiane sarebbero cresciuti del 10 per cento nel corso dell'anno. Queste attese hanno poi subito un marcato ridimensionamento; alla fine del 2013 gli utili effettivi sono risultati inferiori del 25 per cento rispetto a quelli del 2012. Le aspettative sulla crescita degli utili nell'anno in corso e in quello successivo restano però positive; alla fine di aprile gli analisti si attendevano un aumento di circa il 20 e il 25 per cento per il 2014 e il 2015 rispettivamente (14 e 15 per cento, rispettivamente, per le principali società quotate dell'area dell'euro).*

Nello scorso anno la volatilità implicita dell'indice di borsa italiano è stata in media più bassa di quella dell'anno precedente; essa è temporaneamente aumentata alla fine di febbraio, risentendo dell'incertezza generata dal risultato delle elezioni politiche, ed è poi tornata a diminuire, collocandosi a fine anno su livelli assai contenuti, paragonabili a quelli registrati prima dell'inizio della crisi finanziaria nel 2008 (fig. 15.6.b).

Il rapporto fra gli utili correnti e la capitalizzazione delle società quotate italiane è sceso di oltre 2 punti percentuali, al 5 per cento, portandosi al di sotto del livello medio calcolato a partire dalla metà degli anni ottanta. In base a stime che tengono conto anche degli utili attesi, a fine anno il rendimento richiesto dagli investitori per detenere azioni italiane era superiore di circa 6,3 punti percentuali rispetto a quello degli impieghi privi di rischio (contro 4,4 punti nella media degli ultimi 15 anni e 5,5 punti per l'area dell'euro nel suo complesso; fig. 15.6.c).

*Si è significativamente ridotto anche il rendimento richiesto dagli investitori per detenere le azioni delle banche. Ciò contribuisce ad abbassare il costo totale di finanziamento degli impieghi e a rendere meno onerose le azioni di rafforzamento patrimoniale. Secondo stime che tengono conto dell'andamento sia dei corsi azionari sia dei profitti correnti e attesi, nel 2013 il costo del capitale azionario delle banche italiane sarebbe sceso in media di circa tre punti percentuali, portandosi attorno al 12 per cento*

Tavola 15.2

Principali indicatori di borsa (milioni di euro, salvo diversa indicazione)					
VOCI	2009	2010	2011	2012	2013
Variazione dei corsi (1)	20,7	-8,7	-24,0	10,2	18,8
Società quotate (numero a fine anno)	332	332	328	323	326
di cui: <i>italiane</i>	291	291	287	282	285
Capitalizzazione delle società italiane (2)	457.126	425.099	332.374	365.466	446.641
in percentuale del PIL	30,1	27,4	21,0	23,3	28,6
Composizione percentuale: (2)					
<i>industriali</i>	37	41	45	47	40
<i>assicurativi</i>	9	7	7	8	9
<i>bancari</i>	26	20	17	18	19
<i>finanziari</i>	2	3	3	3	3
<i>servizi</i>	26	28	29	25	28
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Aumenti di capitale delle società italiane	18.562	6.810	12.544	10.085	949
Capitalizzazione società di nuova quotazione (3)	561	8.060	12.743	802	5.267
di cui: <i>italiane</i>	510	8.060	12.743	802	5.267
Dividendi distribuiti dalle società italiane (4)	21.309	16.036	17.009	13.207	13.813
Rapporto utili/capitalizzazione (5)	5,3	7,6	9,0	7,2	5,0
Rapporto dividendi/capitalizzazione (5)	5,0	3,8	5,1	4,2	3,1
Controvalore degli scambi:					
<i>mercato di borsa</i> (6)	645.993	715.147	683.630	487.301	526.411
<i>futures sull'indice FTSE MIB</i> (7)	418.714	560.207	561.798	442.990	553.626
<i>opzioni sull'indice FTSE MIB</i> (7)	140.345	174.918	162.684	107.232	139.278
Turnover delle società italiane (8)	155	162	181	140	130

Fonte: Borsa Italiana, Thomson Reuters Datastream e World Federation of Exchanges.  
 (1) Variazione percentuale dell'indice FTSE Italia Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. – (3) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (4) Dati World Federation of Exchanges fino al 2009; dati Borsa Italiana dal 2010. – (5) Dato di fine periodo; valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (6) Società italiane. – (7) Dal giugno 2009 sostituisce il precedente contratto sull'indice S&P MIB. – (8) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno.

in termini reali. Tale livello sarebbe analogo a quello delle banche tedesche, ma superiore a quello degli intermediari francesi (10 per cento).

Nei primi quattro mesi del 2014 l'indice di borsa italiano è cresciuto del 14 per cento, un rialzo assai più marcato di quello registrato nel complesso dell'area dell'euro (3 per cento).

*L'offerta e la domanda di azioni.* – Nel 2013 vi sono state 17 operazioni di prima quotazione in borsa (6 nel 2012), di cui 15 sul segmento dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia-Mercato alternativo del capitale). Il controvalore delle azioni collocate in operazioni di prima quotazione è stato pari a 1,2 miliardi di euro (0,2 nel 2012). Nel primo quadrimestre del 2014 altre 5 società hanno fatto ingresso nel

segmento dedicato alle piccole e medie imprese, portando a 41 il numero totale di società quotate su tale segmento.

Anche nel complesso dell'area dell'euro è aumentato il numero di operazioni di prima quotazione. Secondo dati Thomson Reuters, 46 società hanno fatto ingresso in borsa nel 2013 (35 nel 2012). Una quota rilevante delle operazioni si è concentrata nella parte finale dell'anno, in concomitanza con una fase di rialzo dei corsi azionari e di diminuzione della volatilità. Nel 2014 l'attività di collocamento è proseguita a ritmo intenso, favorita dal buon andamento dei mercati azionari: nei primi quattro mesi del 2014 vi sono state 30 operazioni, in forte aumento rispetto all'analogo periodo dello scorso anno.

Nello scorso anno è significativamente diminuita la raccolta di fondi tramite aumenti di capitale da parte delle società già quotate (circa 1 miliardo, contro 10 nel 2012; tav. 15.2). L'attività di raccolta, che negli anni precedenti era stata perlopiù collegata alle operazioni di ricapitalizzazione delle banche e delle assicurazioni, è stata in gran parte riconducibile a società non finanziarie.

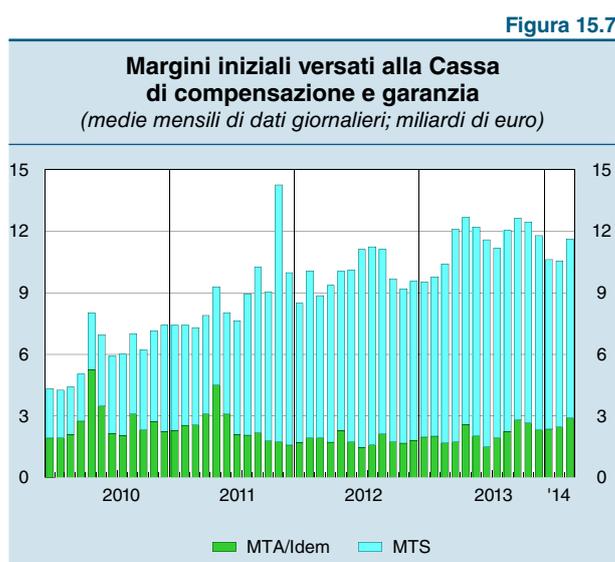
La capitalizzazione complessiva delle società italiane è aumentata da 365 a 447 miliardi di euro; in rapporto al PIL è salita dal 23 al 29 per cento. Alla fine del 2013 negli altri maggiori paesi avanzati tale rapporto si attestava su valori ampiamente superiori: 54 per cento in Germania, 75 in Francia, 133 negli Stati Uniti e 160 nel Regno Unito.

### Le infrastrutture di mercato

Nel 2013 i volumi di attività del depositario centrale Monte Titoli e della controparte centrale Cassa di compensazione e garanzia (CCG) sono aumentati.

Il valore medio giornaliero delle operazioni immesse nel sistema di regolamento titoli gestito da Monte Titoli (Express II) è salito da 136 a 155 miliardi, per effetto del consistente incremento degli scambi di titoli di Stato italiani. L'incidenza dei *fails* (operazioni non regolate per la mancata consegna di titoli entro il termine stabilito) sul valore totale delle transazioni immesse nel sistema è rimasta stabile (al 2,1 per cento).

Il valore nominale degli strumenti finanziari accentrati presso Monte Titoli a fine 2013 ammontava a 2.945 miliardi di euro, in linea con il valore dell'anno precedente. È aumentata la componente costituita da titoli di Stato (da 1.594 a 1.682 miliardi); si sono ridotti gli altri titoli obbligazionari (da 1.037 a 963 miliardi). Il numero di aderenti al sistema è sceso marginalmente (da 2.416 a 2.392).



Fonte: elaborazioni su dati Cassa di compensazione e garanzia spa.

Il controvalore delle operazioni garantite dalla CCG è cresciuto, sia sul mercato dei titoli di Stato (del 34 per cento) sia sul mercato azionario e su quello dei derivati Idem (del 7 e del 22 per cento rispettivamente). L'accresciuta operatività si è riflessa sull'ammontare delle garanzie richieste dalla CCG ai partecipanti (fig. 15.7).

Il miglioramento delle condizioni dei mercati del debito sovrano ha consentito, alla fine di gennaio 2014, una riduzione dei parametri di marginazione applicati dalla CCG alle operazioni in titoli di Stato italiani; per i titoli decennali, l'entità di tale riduzione è stata pari a 140 punti base.

La CCG ha rivisto al rialzo l'importo del fondo mutualistico versato dai partecipanti a garanzia degli inadempimenti (*default fund*), sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario (a 2,7 e 1,2 miliardi rispettivamente).

*Le garanzie complessivamente richieste dalla CCG (margini e default fund) sono state pari a circa 17 miliardi medi giornalieri, in aumento del 15 per cento rispetto al 2012; sono rimaste su livelli pressoché analoghi nei primi tre mesi del 2014.*

## **BANCHE E INTERMEDIARI NON BANCARI**



## 16. L'ATTIVITÀ DELLE BANCHE E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

In Italia le banche ricoprono un ruolo rilevante nel finanziamento dell'economia. Alla fine del 2013 il credito bancario a famiglie e imprese (oltre 1.400 miliardi di euro) era pari al 91 per cento del prodotto interno lordo. I prestiti delle banche costituiscono quasi due terzi dei debiti finanziari delle imprese; oltre un terzo della ricchezza finanziaria delle famiglie è investito in depositi e obbligazioni bancarie. La stabilità e il buon funzionamento del sistema bancario sono fondamentali per l'economia italiana e per le sue prospettive di crescita.

Le due recessioni che si sono susseguite negli ultimi cinque anni hanno avuto effetti considerevoli sulle banche: le svalutazioni dovute al deterioramento dei prestiti per la prolungata debolezza dell'economia hanno assorbito quote crescenti del risultato di gestione. La crisi del debito sovrano e la frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali hanno indebolito la capacità di provvista. Gli utili sono rapidamente diminuiti: nel 2013 il settore nel suo complesso ha registrato perdite, al netto delle poste straordinarie, per 2,0 miliardi.

Il contesto istituzionale sta radicalmente mutando, con l'avvio del processo di costituzione dell'Unione bancaria europea. Lo scorso ottobre sono state approvate le norme che governano il Meccanismo di vigilanza unico (Single Supervisory Mechanism, SSM). È in corso l'esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) delle maggiori banche dell'area dell'euro. Il 15 aprile dell'anno in corso il Parlamento europeo ha approvato il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi bancarie (Single Resolution Mechanism, SRM) che entrerà in vigore il 1° gennaio del 2016.

Nel 2013 la debolezza della domanda e politiche di offerta rimaste prudenti nei confronti delle imprese, soprattutto di quelle più rischiose, si sono tradotte in una contrazione del credito del 3,7 per cento. Il calo dei finanziamenti ha diminuito le necessità di raccolta delle banche operanti in Italia. Il miglioramento delle condizioni di mercato dalla metà dell'anno ha nondimeno consentito alle principali banche italiane di accrescere le emissioni di obbligazioni sui mercati internazionali; alcuni intermediari hanno anche iniziato a restituire i fondi ottenuti mediante operazioni di rifinanziamento a tre anni della Banca centrale europea.

I ricavi dell'industria bancaria italiana sono diminuiti. Il calo del risultato di gestione è stato contenuto dalla riduzione dei costi operativi. L'utile è stato negativo a causa delle rettifiche su crediti e delle ingenti svalutazioni sugli avviamenti, queste ultime effettuate principalmente dai maggiori gruppi. I coefficienti patrimoniali del sistema sono tuttavia rimasti in linea con quelli del 2012. Nei primi mesi del 2014 diverse banche hanno completato o annunciato al mercato aumenti di capitale per un valore complessivo di quasi 11 miliardi.

## LE BANCHE NELL'ECONOMIA ITALIANA E L'UNIONE BANCARIA

### *Le banche nell'economia italiana*

*Le banche nel sistema finanziario italiano.* – Il sistema finanziario, attraverso mercati e intermediari, svolge la funzione fondamentale di trasferire risorse finanziarie dai risparmiatori a chi ne ha necessità per effettuare investimenti. Quanto più il trasferimento avviene in maniera efficiente, indirizzando le risorse verso gli investimenti maggiormente produttivi, tanto più il sistema finanziario contribuisce alla crescita. Le banche partecipano al processo di allocazione raccogliendo risparmio sotto forma di depositi, oltre che mediante altri strumenti, e selezionando i progetti e le iniziative meritevoli di credito.

Tavola 16.1

Attività finanziarie dei diversi intermediari nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (dati di fine periodo)								
VOCI		Italia	Francia	Germania	Spagna	Area dell'euro (1)	Regno Unito	Stati Uniti
<b>Quote percentuali sul totale del settore finanziario</b>								
Banche (2)	2001	64,2	67,6	75,5	77,3	61,3	56,4	26,8
	2006	68,1	65,6	72,3	71,7	59,4	62,1	24,9
	2013	71,3	67,0	66,6	75,7	55,0	55,6	28,2
Fondi comuni, assicurazioni, fondi pensione e altri	2001	35,8	32,4	24,5	22,7	38,7	43,6	73,2
	2006	31,9	34,4	27,7	28,3	40,6	37,9	75,1
	2013	28,7	33,0	33,4	24,3	45,0	44,4	71,8
<b>In rapporto al PIL</b>								
Totale settore finanziario	2001	2,4	4,1	4,3	2,7	4,3	6,1	3,7
	2006	3,1	5,3	4,6	3,7	5,2	9,6	4,2
	2013	3,9	6,0	4,4	4,4	6,0	12,4	4,7

Fonte: elaborazioni su dati BCE per l'area dell'euro, Deutsche Bundesbank per la Germania, Federal Reserve e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.  
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) Per le istituzioni finanziarie e monetarie, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*.

Nel confronto con altre economie avanzate, in Italia le banche hanno un ruolo più rilevante di quello degli altri intermediari e dei mercati dei capitali. Nel nostro paese il 71,3 per cento delle attività del settore finanziario è detenuto dalle banche, a fronte del 67,0 in Francia e del 66,6 in Germania; valori molto più bassi si riscontrano negli Stati Uniti e nel Regno Unito (tav. 16.1). Anche il peso degli strumenti finanziari riconducibili agli intermediari bancari è elevato nei bilanci delle famiglie e delle imprese. Il credito concesso dalle banche è pari all'86,3 per cento dei debiti finanziari delle famiglie, in larga parte costituito da prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il sistema bancario influisce anche sulle scelte di portafoglio delle famiglie; i depositi presso banche italiane sono il 26,1 per cento delle loro attività finanziarie; se vi si sommano le obbligazioni, il 35,6 per cento della ricchezza finanziaria delle famiglie è investita in passività emesse da questi intermediari (cfr. tav. 14.2). Se non si considerano gli investimenti in azioni e partecipazioni in società non quotate, la percentuale sale al 43,6 per cento.

Il credito concesso dalle banche rappresenta la principale fonte di finanziamento esterno per le imprese italiane, più del 64 per cento dei debiti finanziari (cfr. tav. 14.7).

La raccolta diretta sul mercato è più bassa rispetto a quella delle imprese nei paesi con mercati dei capitali più sviluppati: il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari è pari all'11 per cento, contro il 24 in Francia, il 28 nel Regno Unito e il 52 negli Stati Uniti. Il divario è in parte riconducibile alla prevalenza di imprese di piccola e media dimensione, che preferiscono non collocare titoli sui mercati per non sostenere i costi connessi anche con il maggior livello di trasparenza; la bassa liquidità e il rischio elevato rendono inoltre questi strumenti finanziari poco attraenti per gli investitori.

*La struttura del sistema bancario italiano.* – Il sistema bancario italiano è caratterizzato da un elevato grado di diversificazione nella dimensione e nella forma giuridica degli intermediari. Alla fine del 2013 accanto a 5 gruppi bancari grandi, 2 dei quali paragonabili per dimensione alle principali banche europee, operavano altri 72 gruppi e 525 intermediari non appartenenti a gruppi (tav. 16.2). Tra questi ultimi vi erano 375 banche di credito cooperativo (BCC), 19 banche popolari e 80 filiali di banche estere. Ai gruppi bancari faceva capo anche una componente significativa degli intermediari finanziari non bancari.

Tavola 16.2

TIPO INTERMEDIARIO	Banche e intermediari non bancari					
	31 dicembre 2012			31 dicembre 2013		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale
Gruppi bancari	–	–	75	–	–	77
Gruppi di SIM	–	–	19	–	–	18
Banche	169	537	706	159	525	684
di cui: banche spa	141	56	197	131	51	182
banche popolari	18	19	37	18	19	37
banche di credito cooperativo	9	385	394	10	375	385
succursali di banche estere	1	77	78	1	79	80
Società di intermediazione mobiliare	9	92	101	10	84	94
Società di gestione del risparmio	26	146	172	21	131	152
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	58	128	186	53	127	180
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	33	625	658	27	518	545
Istituti di moneta elettronica	–	3	3	1	3	4
Istituti di pagamento	8	36	44	7	36	43
Altri intermediari vigilati (3)	–	2	2	–	2	2

Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.  
 (1) Compresa le banche capogruppo. Le banche spa includono quelle appartenenti a gruppi aventi come capogruppo una banca popolare (41 nel 2012 e 34 nel 2013). – (2) Sono incluse le SIM (24 nel 2012 e 23 nel 2013), 7 SGR e una società finanziaria iscritta nell'elenco ex art. 106 del TUB appartenenti a gruppi di SIM. – (3) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Nel 2013 il 47 per cento delle attività del sistema, escludendo la componente estera, era riconducibile ai primi 5 gruppi, il 24 per cento ad altri 15 gruppi e banche grandi e medie. Le banche piccole e minori, per la maggior parte BCC, pesavano per oltre il 20 per cento; la quota delle filiali di banche estere era attorno all'8 per cento. Tra quelle operanti in Italia erano 23 le filiazioni di società e banche estere, con una quota delle attività pari al 9 per cento.

Le banche italiane sono caratterizzate da un'operatività tradizionale, che consiste prevalentemente nella raccolta di fondi presso la clientela e nell'erogazione di finanziamenti a imprese e famiglie. Sulla base dei dati di bilancio consolidato raccolti dalla BCE, nel 2012 i prestiti rappresentavano il 68 per cento dell'attivo del sistema bancario italiano, contro il 58 per cento per la media dell'area dell'euro.

L'incidenza dei costi operativi sul totale delle attività dell'industria bancaria italiana era più elevata di quella registrata in media nell'area dell'euro (1,8 per cento, contro 1,3). La differenza è in larga parte dovuta a un peso più significativo dell'intermediazione al dettaglio, ad alta intensità di lavoro e incentrata sull'offerta dei servizi attraverso le reti di sportelli, anche per le maggiori banche del nostro paese. Benché i dati di bilancio non siano perfettamente confrontabili tra paesi, le informazioni tratte da un campione di grandi banche europee mostrano che il rapporto tra costi operativi e totale dell'attivo è correlato con la quota dei prestiti nelle attività. Inoltre, nei paesi dove è maggiormente rilevante l'operatività di investimento e di negoziazione in titoli, le banche sono generalmente caratterizzate da un più alto volume dell'attivo. Il rapporto tra costi e ricavi per il sistema bancario italiano era invece in linea con quello medio dell'area dell'euro.

*Le banche italiane e la crisi finanziaria.* – Le difficoltà che hanno interessato il sistema bancario negli ultimi cinque anni sono riconducibili a due distinte fasi della crisi finanziaria internazionale. In una prima fase l'instabilità ha avuto origine nei prodotti strutturati connessi con il segmento più rischioso dei mutui americani e si è trasmessa al sistema bancario italiano attraverso i mercati della provvista all'ingrosso (cfr. il capitolo 16: *Le banche* nella Relazione sull'anno 2008). Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE e dalle altre principali banche centrali sono state mirate a stabilizzare i mercati finanziari e a evitare che la crisi di liquidità avesse gravi conseguenze sulla disponibilità di credito all'economia. Le banche italiane, grazie soprattutto al loro modello di operatività più tradizionale e alla prudenza del quadro regolamentare e di supervisione, hanno risentito in misura contenuta degli effetti dovuti all'esposizione a prodotti finanziari strutturati e a interconnessioni con intermediari di grandi dimensioni rivelatisi insolventi.

Dalla metà del 2011 l'intensificarsi delle tensioni sui mercati dei titoli sovrani nell'area dell'euro, con il coinvolgimento del nostro paese, ha aggravato le difficoltà delle banche italiane a finanziarsi sui mercati internazionali. In questa seconda fase gli intermediari hanno dovuto fronteggiare un rapido peggioramento delle condizioni di mercato, inizialmente sotto forma di un più elevato costo della raccolta all'ingrosso, poi di un pressoché totale inaridimento della provvista su alcuni segmenti di mercato. I timori relativi alla stabilità delle banche dei paesi coinvolti, connessi con la loro esposizione nei confronti dei rispettivi debitori sovrani, hanno reso necessarie misure eccezionali da parte dell'Eurosistema (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune* nella Relazione sull'anno 2011 e sull'anno 2012). L'introduzione di operazioni di rifinanziamento a tre anni, la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria e l'ampliamento delle attività finanziarie accettate come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento, con alcune specificità introdotte dalla Banca d'Italia (cfr. il capitolo 2: *Le funzioni di banca centrale* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2012), hanno contribuito in misura determinante a far affluire la liquidità necessaria al sistema bancario italiano. Le tensioni si sono progressivamente attenuate

per i numerosi interventi a livello europeo volti a rafforzare la stabilità del sistema finanziario e per il miglioramento della fiducia dei mercati.

L'andamento del credito dall'inizio della crisi ha riflesso, con contributi variabili nelle diverse fasi, fattori di domanda e offerta. Tra la metà del 2008 e la fine del 2009 il tasso di crescita dei prestiti delle banche italiane è progressivamente diminuito fino ad annullarsi. In questo periodo, in particolare dopo il dissesto della banca d'investimento Lehman Brothers, l'offerta di credito dei maggiori gruppi bancari italiani ha risentito del peggioramento delle condizioni di raccolta sui mercati internazionali e di vincoli dal lato del capitale, connessi con le aspettative dei mercati di una riduzione della leva finanziaria. Le altre banche, caratterizzate da un maggior livello di patrimonializzazione e da una minor dipendenza dai mercati all'ingrosso, hanno invece continuato a espandere il credito all'economia. Con l'aggravarsi della recessione nel 2009, l'andamento dei prestiti ha risentito del deterioramento del merito di credito della clientela e della riduzione della domanda determinata dalla stagnazione del mercato immobiliare e dall'eccezionale calo degli investimenti.

La debole ripresa dell'attività economica nel 2010 si è riflessa in una moderata crescita del credito bancario fino alla seconda parte del 2011 quando, in seguito alla crisi dei debiti sovrani, si sono manifestate nuovamente difficoltà nella provvista per le banche italiane. Il peggioramento delle condizioni di raccolta sui mercati all'ingrosso è stato compensato dagli interventi dell'Eurosistema che hanno evitato una brusca contrazione dei finanziamenti. Una seconda recessione ha tuttavia aggravato le condizioni di un sistema produttivo già fortemente indebolito. La riduzione degli investimenti e dei consumi e la perdurante debolezza del mercato immobiliare hanno nuovamente depresso la domanda di credito. L'accelerazione delle insolvenze delle imprese e la maggiore avversione al rischio degli intermediari hanno indotto un inasprimento delle politiche di offerta, che ancora condiziona il funzionamento del mercato del credito. La contrazione del credito, iniziata dalla metà del 2012, è tuttora in corso.

*L'eredità della crisi.* – Il sistema bancario italiano ha subito notevoli ripercussioni dalle due recessioni economiche e dall'incertezza generata dalla crisi del debito sovrano. La qualità del credito è stata, ed è tuttora, la principale fonte di rischio. Rispetto ai valori osservati prima della crisi, l'incidenza dei crediti deteriorati lordi (sofferenze, incagli, ristrutturati, scaduti o sconfinanti) sul complesso dei crediti è triplicata, raggiungendo il 16,0 per cento a dicembre del 2013 (5,3 per cento alla fine del 2007). Gli utili delle banche italiane, in rapporto al capitale e alle riserve (ROE) e al netto delle poste straordinarie, sono progressivamente scesi dall'11,0 per cento nel 2007 fino a divenire negativi (-0,8 per cento) nel 2013.

Negli ultimi cinque anni, nonostante la difficile congiuntura e i contenuti flussi di reddito, le banche italiane hanno aumentato considerevolmente le risorse patrimoniali. Il grado di patrimonializzazione – misurato dal rapporto tra patrimonio di vigilanza e attivo ponderato per il rischio – è sensibilmente cresciuto, sia per l'aumento consistente della dotazione patrimoniale sia, più di recente, per la contrazione delle attività ponderate per il rischio. È migliorata anche la qualità degli strumenti patrimoniali emessi: a partire dal 2008 le risorse reperite sul mercato sono state pari a 27 miliardi, gli utili accantonati a 29. È invece stato contenuto – soprattutto nel confronto con altri paesi europei – l'intervento di fondi pubblici a sostegno delle banche.

La solidità del sistema bancario italiano ha trovato conferma anche nelle diverse prove di stress condotte dalla Banca d'Italia, dalla Autorità bancaria europea (European Banking Authority, EBA) e dal Fondo monetario internazionale, nonché nei risultati del monitoraggio del grado di conformità degli intermediari ai nuovi standard prudenziali di Basilea 3 (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 6, 2013).

L'adattamento a uno scenario profondamente mutato rispetto al periodo che ha preceduto la crisi richiederà alle banche italiane una profonda ristrutturazione dei processi produttivi e distributivi e la ridefinizione del loro ruolo all'interno di un sistema finanziario più articolato. Le forme di organizzazione e di governo societario dovranno essere adeguate a gestire correttamente i rischi, con solidi presidi per arginare i conflitti di interesse.

In passato il miglioramento dei bilanci bancari si è realizzato con diversi trimestri di ritardo dal punto di svolta del ciclo economico. È pertanto probabile che la qualità del credito continui a peggiorare nei prossimi mesi, seppur a tassi decrescenti, richiedendo nuove rettifiche di valore; la ripresa dei ricavi, soprattutto quelli dall'attività di prestito, potrebbe avvenire con molta gradualità. Le azioni di contenimento dei costi rimangono la leva principale per recuperare redditività. Le banche hanno già conseguito risultati di rilievo su questo versante durante la crisi. Tra il 2008 e il 2013 i costi operativi sono diminuiti del 6,1 per cento, riflettendo in larga parte la contrazione delle spese per il personale da parte dei maggiori gruppi, in connessione con la riduzione del numero di filiali. Per i primi cinque gruppi l'incidenza dei costi sulle attività è scesa dall'1,9 all'1,7 per cento; è diminuita anche per le altre banche, dal 2,3 all'1,9 per cento, per una minore crescita dei costi rispetto a quella delle attività.

I piani industriali presentati dai principali gruppi bancari prevedono ampi guadagni di produttività nell'arco del prossimo quadriennio. L'innalzamento del livello di efficienza complessivo dell'offerta di servizi bancari richiede investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione e una loro piena integrazione nei processi produttivi e nella rete distributiva. La razionalizzazione dal lato dei costi dovrà accompagnarsi a quella delle configurazioni societarie, anche all'interno dei gruppi, e alla semplificazione degli organi amministrativi, necessaria per accrescere l'efficacia e la funzionalità delle catene decisionali.

L'elevato peso del finanziamento bancario ai settori produttivi e la contenuta dimensione del mercato dei capitali nel nostro paese comportano costi in termini di efficienza nell'allocazione delle risorse, poiché limitano lo spettro di possibili fonti di finanziamento per le imprese. Alle differenze strutturali tra sistemi finanziari corrispondono infatti diverse dinamiche cicliche dei finanziamenti concessi attraverso i mercati e gli intermediari. Nei paesi con ampi mercati dei capitali le imprese tendono a compensare una diminuzione nella capacità di finanziamento delle banche emettendo obbligazioni e ricorrendo al mercato azionario. Inoltre il credito bancario non è necessariamente lo strumento più idoneo a finanziare le imprese innovative, i cui progetti comportano rischi elevati, anche a fronte di rendimenti attesi notevoli. Un riequilibrio delle fonti di finanziamento delle imprese, che ne riduca la dipendenza dalle banche e accresca il ruolo del capitale di rischio, contribuisce ad assicurare loro la disponibilità di adeguate risorse. La capacità delle banche di stimolare e sostenere, anche con l'offerta di servizi finanziari a elevato valore aggiunto, lo sviluppo del mercato dei capitali può costituire un importante fattore di crescita per l'economia.

## L'Unione bancaria europea

Nel 2013 è proseguito il processo di costituzione di un'Unione bancaria per gli Stati dell'area dell'euro e per gli altri Stati membri che decideranno volontariamente di aderirvi (cfr. il capitolo 3: *La funzione di vigilanza sugli intermediari bancari e finanziari* nella *Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia* sull'anno 2013). Si tratta di una tappa fondamentale per il processo di integrazione del mercato unico all'interno dell'Unione europea in quanto consentirà di: indebolire il legame tra debiti sovrani e condizioni delle banche; ridurre la frammentazione del mercato interbancario lungo i confini nazionali; scoraggiare misure protezionistiche (*ring-fencing*) che comprometterebbero l'efficiente allocazione del capitale e della liquidità nei gruppi a operatività transfrontaliera.

Il primo pilastro dell'Unione bancaria è l'SSM, a cui sarà trasferita la vigilanza sulle banche a partire dalla fine del 2014, secondo quanto stabilito dal Consiglio della UE.

Il regolamento istitutivo dell'SSM, approvato lo scorso ottobre, attribuisce alla BCE il compito di esercitare direttamente, in collaborazione con le autorità nazionali, le principali funzioni di vigilanza sulle banche di rilievo significativo (cosiddette rilevanti), cui fa capo l'85 per cento degli attivi del sistema bancario dell'area dell'euro. Sulle altre banche (meno rilevanti) la vigilanza sarà condotta dalle autorità nazionali nell'ambito di linee guida stabilite dalla BCE, che potrà tuttavia in ogni momento avocarne i compiti di supervisione.

Propedeutico all'entrata in vigore dell'SSM è il processo di valutazione approfondita della solidità delle banche destinate a essere vigilate in forma accentrata (*comprehensive assessment*), che ha preso avvio a novembre del 2013. L'esercizio, che consiste principalmente in una revisione della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR) e in una prova di stress, ha tre principali finalità: valutare l'effettivo stato di salute degli intermediari secondo criteri armonizzati; quantificare eventuali misure correttive che si dovessero rendere necessarie; diffondere informazioni chiare e confrontabili sulle condizioni delle banche. Tale valutazione contribuirà a ristabilire la fiducia nel sistema bancario europeo e a favorire l'afflusso dei finanziamenti all'economia.

Al momento è in corso l'AQR, effettuata sui dati relativi al 31 dicembre 2013; seguirà lo stress test, la cui metodologia è stata di recente pubblicata dall'EBA. L'AQR si estende al complesso delle esposizioni, incluse quelle di mercato (fra cui le attività di difficile valutazione, cosiddette di livello 3) ed è condotta con riferimento a definizioni armonizzate di attività in bonis e deteriorate. Ai fini di questa verifica l'adeguatezza patrimoniale delle banche è valutata utilizzando come parametro di riferimento un requisito di capitale di qualità primaria (common equity tier 1 ratio, CET1 ratio) pari all'8 per cento delle attività ponderate per il rischio. Il requisito patrimoniale è calcolato sui dati di bilancio di fine 2013, secondo la definizione di capitale in vigore al 1° gennaio 2014, considerando le discrezionalità nazionali, di norma transitorie, previste dalle nuove regole sul capitale (CRD4-CRR).

Lo stress test valuta la capacità delle banche di resistere a shock ipotetici con una bassa probabilità di realizzazione ed è condotto in stretto raccordo con l'EBA e con il Consiglio europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB). Per i paesi che aderiscono all'SSM le prove di stress terranno conto dei risultati dell'AQR, aspetto che

costituisce una novità rispetto a precedenti esercizi europei. Gli scenari macroeconomici che le banche dovranno utilizzare nell'esercizio sono stati resi noti di recente.

*Saranno presi in considerazione due scenari: uno di base elaborato dalla Commissione europea e uno avverso predisposto dall'ESRB con la consulenza tecnica della BCE. Lo scenario avverso è più severo di quelli utilizzati in precedenti esercizi europei. Per il complesso dell'area dell'euro la differenza cumulata in termini di crescita del PIL reale tra lo scenario avverso e lo scenario di base nell'orizzonte temporale di riferimento (2014-16) è di oltre sei punti percentuali. Scostamenti analoghi sono ipotizzati per l'Italia. A determinare le perdite ipotetiche contribuiscono anche l'aumento dei tassi di interesse e la conseguente riduzione di valore dei titoli, inclusi quelli pubblici. Le relative perdite si riflettono interamente sui portafogli detenuti per la negoziazione, mentre saranno parzialmente sterilizzate per i portafogli disponibili per la vendita (con un'incidenza delle perdite pari al 20 per cento nel 2014, al 40 nel 2015 e al 60 nel 2016).*

I risultati delle banche saranno sottoposti a un intenso processo di validazione da parte delle autorità. Le soglie patrimoniali che le banche dovranno rispettare sono state fissate all'8,0 e al 5,5 per cento in termini di CET1 ratio, rispettivamente nello scenario di base e in quello avverso.

Gli esiti del *comprehensive assessment* saranno resi pubblici alla fine dell'esercizio. Le eventuali carenze patrimoniali messe in luce nell'esame della qualità degli attivi o nello scenario di base della prova di stress dovranno essere appianate entro sei mesi, quelle individuate nello scenario avverso entro nove mesi. Le eventuali necessità di ricapitalizzazione dovranno essere ripianate con strumenti patrimoniali della migliore qualità.

Il secondo pilastro dell'Unione bancaria è rappresentato dall'SRM, che sarà pienamente operativo dal 1° gennaio del 2016. Il meccanismo, che integra l'SSM, prevede tra l'altro l'istituzione di un Comitato unico di risoluzione (cui partecipano cinque membri permanenti, le autorità di risoluzione nazionali e, in qualità di osservatori, la BCE e la Commissione) e di un Fondo unico di risoluzione, con una dotazione finanziaria complessiva a regime pari a circa 55 miliardi di euro (corrispondenti all'1 per cento dei depositi protetti dai sistemi di garanzia), alimentato da contributi delle banche. Sarà il Comitato unico a decidere l'avvio degli interventi di risoluzione nel settore bancario, salvo obiezioni della Commissione; il Consiglio potrà intervenire nella decisione su richiesta di quest'ultima. La costituzione del Fondo verrà completata in otto anni; i contributi annuali saranno ripartiti equamente nel corso del periodo e la mutualizzazione delle quote nazionali avverrà gradualmente (il 60 per cento delle risorse sarà messo in comune nei primi due anni); il Fondo potrà finanziarsi sul mercato.

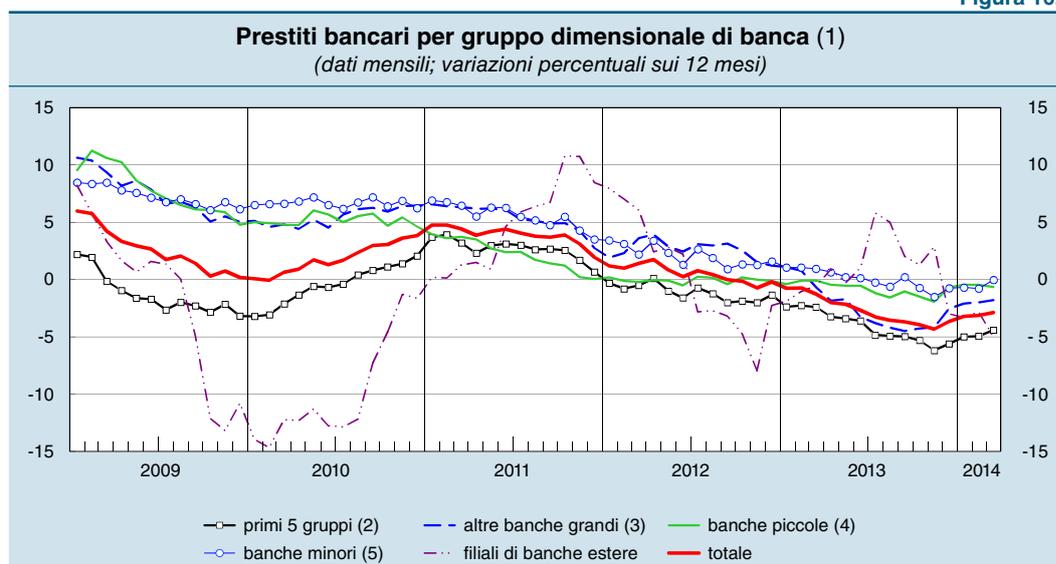
## L'ATTIVITÀ DELLE BANCHE NEL 2013

### *Il credito e le altre poste dell'attivo*

*Il credito.* – Nel 2013 i prestiti a residenti erogati dalle banche operanti in Italia sono diminuiti del 3,7 per cento (-0,2 per cento nel 2012; fig. 16.1 e tav. 16.3). La riduzione dei prestiti ha interessato soprattutto quelli destinati alle imprese (-5,0 per cento), mentre è stata molto più contenuta per i mutui e gli altri finanziamenti alle famiglie consumatrici (-0,9 per cento; cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Il calo si è attenuato nei primi mesi del 2014. Dalle indagini

qualitative presso le banche emerge che la contrazione dei prestiti in Italia rifletterebbe non solo la debolezza della domanda, ma anche le politiche di offerta. Queste ultime sono rimaste prudenti nei confronti delle imprese, soprattutto di quelle più rischiose. Per le famiglie le condizioni di accesso al credito sono divenute progressivamente meno restrittive; hanno registrato un lieve allentamento a partire dal quarto trimestre del 2013 con riferimento ai prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Figura 16.1



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(1) I dati di marzo 2014 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 2014 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.

La contrazione dei prestiti ha interessato tutte le classi dimensionali di banche; è stata più ampia per i primi cinque gruppi e per le filiali di banche estere (-5,6 e -3,0 per cento, rispettivamente), anche per la minore domanda proveniente dalle imprese che hanno emesso obbligazioni. I prestiti delle altre banche grandi e di quelle di minore dimensione sono diminuiti del 2,5 e dello 0,7 per cento, rispettivamente.

*I titoli e le altre attività.* – Nel 2013 i titoli di debito detenuti in portafoglio dalle banche, al netto di quelli derivanti da crediti cartolarizzati non cancellati e da quelli emessi da altre banche, sono aumentati del 12,0 per cento (39,2 nel 2012). La crescita, concentrata nella prima metà dell'anno, è riconducibile ai titoli emessi dal settore pubblico italiano, in particolare dallo Stato. Tra gennaio e giugno del 2013 le banche hanno effettuato acquisti netti di titoli pubblici italiani per oltre 71 miliardi, anche a causa dell'ampliarsi del differenziale tra i rendimenti unitari (al netto del rischio) degli investimenti in titoli e quelli dei prestiti alla clientela residente. Nella seconda metà dell'anno, con l'attenuarsi delle tensioni sul debito sovrano, il calo dei rendimenti sui titoli di Stato ha reso meno vantaggioso questo tipo di investimento e l'esposizione delle banche verso il settore pubblico italiano ha iniziato a ridursi; tra luglio e dicembre le vendite nette sono state pari a 25 miliardi.

Tavola 16.3

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)									
PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese			Famiglie consumatrici	Ist. sociali senza scopo di lucro e unità non classificabili e non classificate	Totale	
			totale	medio-grandi	piccole (2)				
						famiglie produttrici (3)			
<b>Centro-Nord</b>									
2011 – dic.	-0,9	-2,4	2,3	3,0	-0,6	1,3	3,7	9,8	1,7
2012 – mar.	2,6	4,8	-0,3	0,2	-2,4	-0,5	2,8	5,7	1,4
giu.	0,9	6,6	-1,6	-1,2	-3,5	-1,7	1,4	5,9	0,3
set.	5,7	8,9	-3,3	-3,1	-4,2	-2,6	0,7	3,7	0,2
dic.	4,6	4,4	-2,2	-2,0	-2,9	-2,4	0,2	-1,6	0,0
2013 – mar.	0,3	1,3	-2,6	-2,5	-3,2	-2,6	-0,2	-1,3	-1,2
giu.	-0,7	-4,2	-4,2	-4,3	-3,8	-2,9	-0,3	-3,1	-2,8
set.	-4,6	-8,6	-4,2	-4,5	-3,2	-2,7	-0,6	-3,5	-3,5
dic.	-2,5	-4,9	-5,4	-5,7	-4,1	-3,1	-0,8	-3,4	-3,8
2014 – mar.	0,3	-5,5	-4,5	-4,8	-3,1	-2,6	-0,6	-3,2	-3,0
<b>Sud e Isole</b>									
2011 – dic.	3,0	-10,4	3,5	4,4	1,0	1,2	3,9	3,2	3,4
2012 – mar.	0,7	-9,0	1,1	1,9	-1,0	-1,0	2,5	-3,4	1,5
giu.	-2,3	-7,6	-0,7	-0,2	-2,0	-1,9	1,0	-3,0	-0,2
set.	-3,8	-8,5	-1,7	-1,3	-2,7	-2,9	0,4	-1,4	-1,1
dic.	-1,7	-4,5	-2,1	-1,8	-2,9	-3,2	-0,4	-0,8	-1,4
2013 – mar.	-2,5	-4,3	-2,1	-1,8	-2,8	-3,0	-0,8	1,9	-1,6
giu.	-2,8	-0,5	-2,9	-2,7	-3,4	-3,4	-1,1	1,1	-2,1
set.	-2,6	0,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,2	-1,6	-1,5	-2,5
dic.	-5,4	-2,9	-3,0	-2,9	-3,4	-3,0	-1,5	-3,0	-2,6
2014 – mar.	-5,0	-1,3	-2,8	-2,7	-2,9	-2,8	-1,4	-5,0	-2,4
<b>Italia</b>									
2011 – dic.	-0,5	-2,6	2,5	3,2	-0,2	1,3	3,7	9,1	1,9
2012 – mar.	2,4	4,5	-0,1	0,4	-2,1	-0,6	2,7	4,7	1,4
giu.	0,5	6,3	-1,4	-1,0	-3,2	-1,8	1,3	4,9	0,3
set.	4,7	8,5	-3,0	-2,8	-3,9	-2,7	0,6	3,2	0,0
dic.	4,0	4,2	-2,2	-2,0	-2,9	-2,6	0,0	-1,5	-0,2
2013 – mar.	0,0	1,2	-2,5	-2,4	-3,2	-2,7	-0,3	-1,0	-1,3
giu.	-0,9	-4,1	-4,0	-4,1	-3,7	-3,0	-0,5	-2,7	-2,7
set.	-4,4	-8,4	-4,1	-4,3	-3,2	-2,8	-0,8	-3,3	-3,7
dic.	-2,8	-4,9	-5,0	-5,3	-4,0	-3,1	-0,9	-3,4	-3,7
2014 – mar.	-0,2	-5,5	-4,2	-4,5	-3,1	-2,6	-0,7	-3,4	-2,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) I dati di marzo 2014 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. Le variazioni percentuali sono 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) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti. – (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti.

A dicembre del 2013 i titoli pubblici detenuti dalle banche ammontavano a 398 miliardi; sull'incremento rispetto alla fine dell'anno precedente (53 miliardi) ha inciso la rivalutazione del portafoglio, stimata attorno ai 7 miliardi. La quota dei titoli pubblici sul totale delle attività è aumentata di 1,6 punti percentuali, al 9,8 per cento

(dati su base non consolidata). A marzo del 2014 i titoli di Stato sono aumentati del 3,8 per cento sui dodici mesi.

Le attività sull'estero sono diminuite di circa 43 miliardi (-12,3 per cento, -4,7 nel 2012; tav. 16.4). Il calo è concentrato nella componente dei depositi presso altre banche ed è stato maggiore per gli intermediari appartenenti ai primi cinque gruppi, che hanno ridotto di un ammontare analogo le proprie passività sull'estero, e per le filiazioni di banche estere.

Tavola 16.4

Andamento delle principali poste dei bilanci bancari (1) (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi e milioni di euro)									
VOCI	Flussi sui dodici mesi				Variazioni percentuali sui dodici mesi				Consistenze a marzo 2014
	dicembre 2011	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014	dicembre 2011	dicembre 2012	dicembre 2013	marzo 2014	
<b>Attivo</b>									
Cassa	361	1.845	-336	-605	3,2	16,0	-2,5	-5,7	9.924
Titoli di debito (2)	28.525	96.455	42.065	5.144	8,2	25,4	8,5	1,0	546.255
di cui: titoli di Stato	25.148	99.555	45.927	14.415	12,2	43,3	13,3	3,8	405.827
Prestiti	39.235	-10.624	-68.932	-56.381	2,1	-0,5	-3,6	-3,0	1.851.104
Attività verso controparti centrali	-17.040	41.342	14.756	13.552	-44,6	195,0	23,6	22,3	74.318
Attività verso l'Eurosistema (3)	11.138	-6.214	-6.875	-14.794	49,0	-18,3	-24,9	-47,4	16.401
Attività sull'estero	31.499	-17.076	-42.614	-35.560	9,4	-4,7	-12,3	-10,4	287.557
Attività verso IFM residenti									
prestiti	39.838	12.498	7.716	8.325	11,5	3,5	2,2	2,3	381.152
titoli	89.641	86.943	-29.958	-53.072	43,6	29,5	-7,8	-14,4	317.005
Azioni e partecipazioni	1.501	14.329	3.780	1.090	1,0	11,7	2,8	0,8	133.722
Altre attività (4)	91.348	10.245	-82.925	-47.501	23,7	2,1	-16,9	-9,9	437.979
<b>Passivo</b>									
Depositi da residenti in Italia (a)	-6.527	68.297	34.338	19.532	-0,6	5,9	2,8	1,6	1.261.678
Depositi da non residenti (b)	-41.816	-46.721	-24.254	-24.151	-9,6	-11,8	-6,9	-7,0	307.783
Obbligazioni (5) (c)	16.395	-42.745	-49.528	-45.428	2,7	-6,9	-8,6	-8,1	512.880
Passività verso controparti centrali	-47.292	48.412	1.700	-10.049	-40,8	70,6	1,5	-7,7	121.103
Passività verso l'Eurosistema (3) (d)	162.360	61.789	-35.915	-57.114	340,8	29,4	-13,2	-21,3	211.046
Passività connesse con operazioni di cessioni di crediti	-2.129	-6.499	-6.820	-14.654	-1,2	-4,1	-4,5	-9,5	143.226
Passività verso IFM residenti									
depositi	37.337	15.142	4.613	8.829	10,6	4,2	1,3	2,4	382.878
obbligazioni	89.641	86.943	-29.958	-53.072	43,6	29,5	-7,8	-14,4	317.005
Capitale e riserve	26.658	-4.342	18.963	35.402	7,4	-1,1	5,1	9,2	420.990
Altre passività	83.263	49.081	-76.776	-39.608	26,2	12,8	-17,7	-9,4	376.827
Per memoria:									
Passività nette verso controparti centrali (e)	-30.252	7.070	-13.056	-23.601	-39,0	14,9	-24,0	-33,5	46.785
Raccolta complessiva (f=a+b+c+d+e)	100.159	47.689	-88.415	-130.762	4,3	2,0	-3,6	-5,3	2.340.172

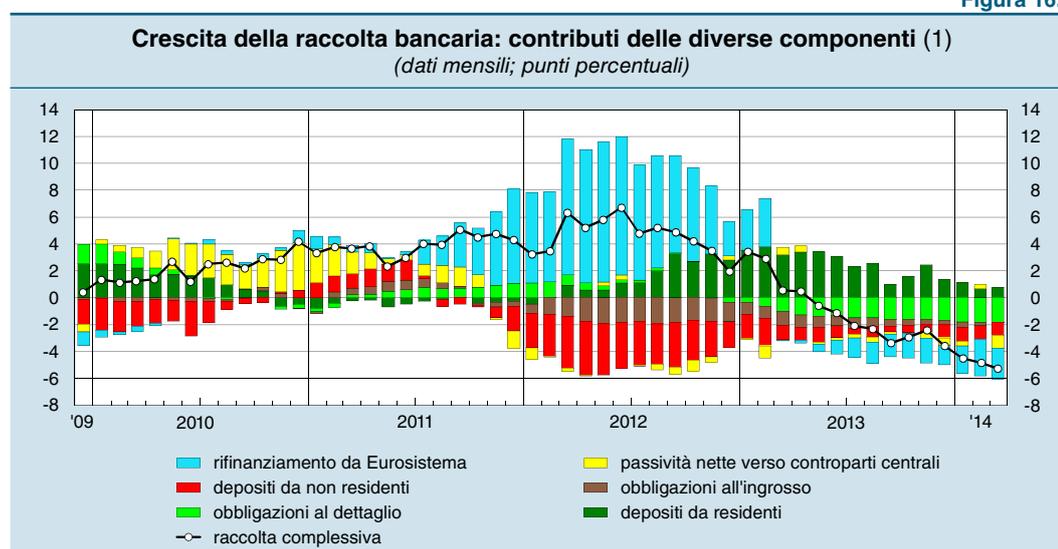
Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) L'aggregato include i titoli derivanti da crediti cartolarizzati e non cancellati, esclude le obbligazioni emesse da Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) residenti. – (3) L'aggregato comprende i rapporti con l'Eurosistema per operazioni di politica monetaria; cfr. *Indicatori monetari e finanziari. Moneta e banche* in *Supplementi al Bollettino statistico*, tavv. 1.4a e 1.4b. – (4) L'aggregato comprende: quote di fondi comuni monetari, attività mobili e immobili e altre voci di minor rilievo. – (5) L'aggregato non include le obbligazioni detenute da IFM residenti in Italia.

## La raccolta e la gestione della liquidità

Nel 2013 la raccolta complessiva si è ridotta del 3,6 per cento (fig. 16.2). Vi ha contribuito per oltre il 40 per cento il calo delle passività nei confronti dell'Eurosistema, il cui peso sul totale della provvista è sceso di oltre un punto percentuale al 9,9 per cento. Anche la raccolta all'ingrosso è diminuita, sebbene a tassi notevolmente inferiori rispetto al 2012 grazie alla ripresa delle emissioni obbligazionarie sui mercati internazionali. Il peso della raccolta all'ingrosso sulla provvista complessiva è diminuito di un punto percentuale, al 23,4 per cento. La raccolta al dettaglio è rimasta sostanzialmente stabile.

Il costo medio unitario della provvista (calcolato sullo stock di passività in essere alla fine del 2013, includendo quelle nei confronti di altre banche residenti in Italia) è sceso di 15 punti base, all'1,2 per cento, per effetto sia delle riduzioni dei tassi ufficiali da parte della BCE sia dell'allentamento delle tensioni sui mercati del debito sovrano.

Figura 16.2



(1) La somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il funding gap, misurato dalla quota di prestiti non finanziati dai depositi e dalle obbligazioni detenute dalle famiglie, è diminuito all'11,2 per cento (13,7 nel 2012), il valore più basso dal 2005. La riduzione ha interessato le banche appartenenti a tutte le classi dimensionali, ma è stata più accentuata per quelle piccole e minori (-7,0 punti percentuali); per queste ultime la provvista al dettaglio supera ampiamente l'ammontare dei prestiti (il loro funding gap è pari a -11,9 per cento).

*Il rifinanziamento dall'Eurosistema.* – Nel 2013 le passività del sistema bancario italiano nei confronti dell'Eurosistema sono diminuite di 36 miliardi, per effetto della restituzione di una parte dei fondi ottenuti mediante operazioni di rifinanziamento a tre anni (55 miliardi) a fronte di un aumento del rifinanziamento principale (19 miliardi). La riduzione ha interessato alcune banche di maggiore dimensione che, in seguito all'allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, hanno beneficiato di

una consistente diminuzione del rischio di rifinanziamento delle passività all'ingrosso (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014). Nel primo quadrimestre di quest'anno le passività nei confronti dell'Eurosistema si sono ridotte di 25 miliardi; i rimborsi anticipati delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono stati pari a 27 miliardi.

*La raccolta all'ingrosso.* – Nel 2013 la raccolta all'ingrosso (depositi esteri, obbligazioni diverse da quelle sottoscritte da famiglie e passività nette nei confronti di controparti centrali) è diminuita del 7,4 per cento (-11,0 per cento nel 2012). La raccolta obbligazionaria, che era diminuita di 34 miliardi nel 2012, è calata di 8 miliardi (-3,7 per cento). La riduzione si è concentrata nei primi otto mesi dell'anno, mentre dall'autunno le emissioni nette sono divenute positive beneficiando del miglioramento delle condizioni di mercato. Le banche appartenenti ai primi cinque gruppi sono state in grado di mantenere le consistenze sugli stessi livelli dell'anno precedente grazie a ingenti collocamenti, anche di titoli non garantiti, sui mercati internazionali. Nel 2013 questi ultimi sono stati pari a 30 miliardi (di cui 19 nella sola seconda metà dell'anno) a fronte di 17 nel 2012. Sebbene oltre tre quarti delle nuove emissioni siano riconducibili ai primi cinque gruppi bancari, anche gli intermediari di medie dimensioni hanno collocato obbligazioni a medio e a lungo termine di importo rilevante. Il costo di queste fonti di provvista ha continuato a ridursi, seguendo la discesa dei rendimenti dei titoli di Stato: nel 2013 il differenziale tra il rendimento all'emissione delle obbligazioni e il tasso swap, una misura del rischio di credito dell'emittente, è diminuito di 93 punti base all'1,9 per cento.

Nel primo trimestre del 2014 la raccolta obbligazionaria all'ingrosso delle banche italiane al netto dei rimborsi è cresciuta: i collocamenti netti sui mercati internazionali sono stati pari a 3,5 miliardi; il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni e il tasso swap è sceso all'1,6 per cento.

Nel 2013 anche i depositi da non residenti sono diminuiti in misura minore rispetto al 2012 (-6,9 per cento, contro -11,8). Un contributo rilevante è derivato dall'afflusso di finanziamenti alle filiazioni di banche estere operanti nel nostro paese, fortemente negativo nel 2012. Il miglioramento delle condizioni sui mercati ha consentito alle banche di diminuire la raccolta sull'estero in pronti contro termine effettuata mediante controparti centrali.

*La raccolta al dettaglio.* – La raccolta al dettaglio (depositi da residenti e obbligazioni bancarie sottoscritte da famiglie) è rimasta pressoché stabile (-0,5 per cento nei dodici mesi terminanti a dicembre 2013).

I depositi sono cresciuti del 2,8 per cento. Quelli delle banche appartenenti ai primi cinque gruppi, che hanno potuto beneficiare maggiormente delle minori tensioni sui mercati all'ingrosso e che hanno registrato una più marcata riduzione dei prestiti, sono rimasti sostanzialmente stabili (-0,4 per cento). I depositi delle altre banche sono aumentati del 4,7 per cento.

Le obbligazioni sottoscritte dalle famiglie sono diminuite dell'11,2 per cento (-2,1 per cento del 2012) per effetto di una pluralità di fattori. È proseguita, sebbene a ritmi inferiori rispetto al 2012, la sostituzione di questa forma di raccolta con depositi a termine a seguito del venir meno, all'inizio del 2012, del vantaggio fiscale sulla tassazione degli interessi delle obbligazioni. Alcune banche hanno inoltre effettuato riacquisti di obbligazioni proprie per oltre 10 miliardi al fine di beneficiare della riduzione dei tassi

di interesse. Taluni intermediari hanno infine concentrato l'attività commerciale delle proprie reti distributive nella vendita di prodotti assicurativi e quote di fondi comuni per accrescere i ricavi da commissioni.

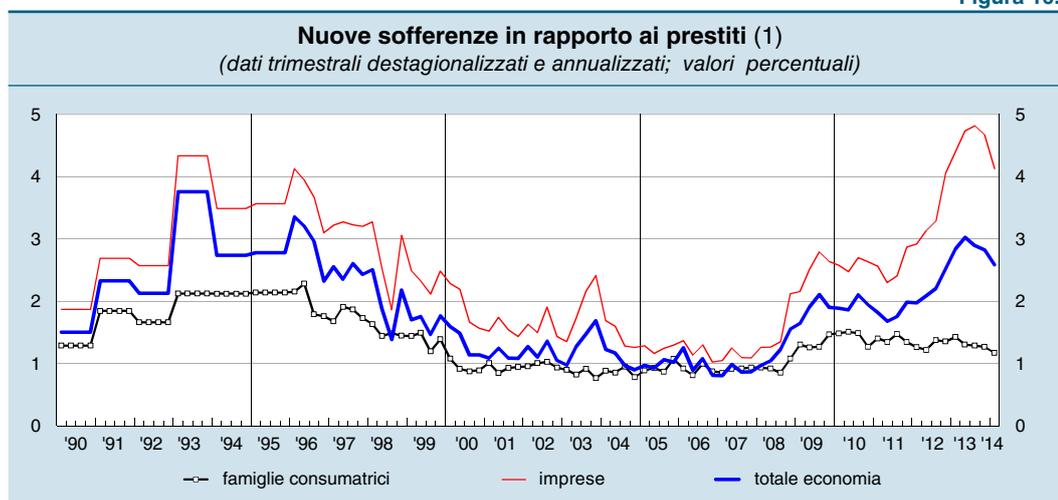
Nel primo trimestre del 2014 la raccolta al dettaglio è diminuita dell'1,6 per cento sui dodici mesi.

*La posizione di liquidità.* – La rilevazione effettuata settimanalmente dalla Banca d'Italia presso 31 gruppi bancari indica che nel 2013 la posizione netta di liquidità, pari alla somma algebrica dei flussi di cassa attesi e delle riserve liquide disponibili su un orizzonte temporale mensile rapportata al totale dell'attivo, è stata mediamente pari al 10,5 per cento (8,0 nel 2012), il valore più elevato dalla fine del 2008. Ad aprile del 2014 l'indicatore era prossimo al 12 per cento.

### Il rischio di credito e il rischio paese

*La qualità del credito.* – Nel 2013 la qualità del credito è peggiorata, anche se il deterioramento ha rallentato nella seconda parte dell'anno. Il flusso di nuove sofferenze delle banche e delle società finanziarie operanti in Italia è stato pari a 50 miliardi (contro 39 nel 2012 e 32 nel 2011). Dopo aver raggiunto un massimo nel secondo trimestre dell'anno, le nuove sofferenze in rapporto ai prestiti si sono lievemente ridotte (fig.16.3): nel quarto trimestre, al netto dei fattori stagionali e in ragione d'anno, erano il 2,8 per cento (2,5 per cento nello stesso periodo del 2012).

Figura 16.3



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.

(1) Flusso di sofferenze rettificato nel trimestre in percentuale dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, espresso su base annua. Per la definizione di sofferenze rettificate, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

L'andamento delle nuove sofferenze è quasi interamente riconducibile ai prestiti alle imprese. Per queste ultime il tasso di ingresso in sofferenza era pari al 4,7 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno; per le famiglie il rapporto era pari all'1,3 per cento, lievemente più basso rispetto alla fine del 2012.

Nel primo trimestre del 2014 il tasso di ingresso in sofferenza per l'intera economia è ulteriormente diminuito, al 2,6 per cento; al calo hanno contribuito principalmente i prestiti alle imprese, per i quali l'indicatore è sceso al 4,1 per cento.

Alla fine del 2013 l'incidenza delle posizioni deteriorate (sofferenze, incagli, ristrutturati, scaduti o sconfinanti) sul totale dei crediti verso la clientela era del 16,0 per cento, 2,5 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente (tav. 16.5). Più della metà dei crediti deteriorati era assistita da garanzie reali o personali (64,4 per cento). L'incidenza delle sole sofferenze sul totale dei crediti ammontava all'8,7 per cento (7,2 nel 2012); al netto delle rettifiche di valore, le sofferenze rappresentavano circa un terzo del patrimonio di vigilanza (29 per cento nel 2012).

**Tavola 16.5**

<b>Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)</b> (dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)							
VOCI	Crediti (2)	Quota sul totale dei crediti		Tasso di copertura (3)		Quota sul totale dei crediti al netto delle rettifiche di valore	
	2013 (4)	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)
<b>Totale sistema (5)</b>							
Crediti verso clientela	1.998.936	100,0	100,0	5,8	7,2	100,0	100,0
in bonis	1.679.907	86,5	84,0	0,6	0,7	91,3	90,0
deteriorati	319.029	13,5	16,0	39,0	41,7	8,7	10,0
sofferenze	174.637	7,2	8,7	55,1	57,1	3,4	4,0
incagli	105.474	4,2	5,3	23,4	25,5	3,4	4,2
esposizioni ristrutturate	19.325	1,0	1,0	22,4	21,1	0,8	1,0
esposizioni scadute e/o sconfinanti	19.594	1,1	1,0	9,2	10,9	1,1	0,9

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
 (1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute agli arrotondamenti. – (2) I crediti sono al lordo delle relative rettifiche di valore. – (3) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Dati provvisori. – (5) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri.

*Il tasso di copertura dei crediti deteriorati.* – Il tasso di copertura, misurato dal rapporto tra le rettifiche e l'ammontare lordo delle esposizioni deteriorate, è aumentato di quasi tre punti percentuali, al 41,7 per cento (dal 39,0 di fine 2012). Vi hanno contribuito le politiche di valutazione degli attivi bancari adottate dalle banche, anche a seguito dell'azione di vigilanza condotta dalla Banca d'Italia mediante accertamenti ispettivi mirati. Le rettifiche di valore sono cresciute nell'anno del 17,3 per cento.

Il tasso di copertura delle partite deteriorate delle banche italiane è influenzato dall'elevata quota di quelle assistite da garanzie reali o personali, i cui tassi di perdita sono significativamente più bassi rispetto a quelli dei crediti non garantiti. Il tasso di copertura dei crediti deteriorati non garantiti era del 55,4 per cento alla fine del 2013 (52,5 per cento nel 2012).

*Il tasso di copertura dei crediti deteriorati è salito di 3,3 punti percentuali al 44,4 per cento per i primi cinque gruppi, di 2 punti al 40,2 per cento per le banche piccole e di 4,5 punti al 31,6 per cento*

per le banche minori. È rimasto sostanzialmente invariato al 37,5 per cento per le banche grandi, per le quali l'incidenza delle sofferenze sulle partite deteriorate è più bassa del resto del sistema.

Per le banche minori il più basso tasso di copertura è in parte attribuibile alla minore incidenza delle sofferenze, nonché a una quota più elevata di esposizioni deteriorate assistite da garanzie reali o personali (79,2 per cento).

*Il rischio paese.* – Nel 2013 l'esposizione per cassa delle banche italiane e delle loro controllate estere verso non residenti è diminuita (-3,9 per cento). Essa ammontava a 610 miliardi, pari al 23,3 per cento di quella complessiva (verso residenti e non residenti). Per i primi cinque gruppi, cui è riconducibile il 93,1 per cento dell'esposizione per cassa verso l'estero, la quota sul totale era pari al 33,5 per cento.

Tra i paesi verso cui le banche italiane erano più esposte figuravano la Germania (168 miliardi), l'Austria (72), la Polonia (37) e il Regno Unito (33).

Alla fine del 2013 le esposizioni per cassa nei confronti di residenti nei paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE), in larga parte riferibili ai maggiori gruppi, erano pari a 171 miliardi di euro (di cui 42 verso famiglie e 73 verso imprese), con un'incidenza delle partite deteriorate di poco inferiore al 10 per cento.

*Dell'esposizione verso i paesi CEE, quella nei confronti della Russia ammontava a 21 miliardi di euro; il peso delle partite deteriorate era nel complesso contenuto e in calo (dal 4,3 della fine del 2012 al 3,2 per cento); quella verso l'Ucraina era di 4,5 miliardi, con un'incidenza delle posizioni deteriorate in aumento dal 33,5 al 47,2 per cento. Le esposizioni verso questi due paesi rappresentavano poco più del 4 per cento di quelle verso non residenti e quasi l'1 per cento del totale.*

## La redditività

Nel 2013 le banche e i gruppi bancari italiani hanno registrato una perdita di 20,6 miliardi per effetto sia delle ingenti rettifiche su crediti sia delle svalutazioni sugli avviamenti (tav. 16.6); il 15 per cento di questa perdita ha inciso sul patrimonio di vigilanza. Il ROE, valutato al netto delle poste straordinarie connesse con le svalutazioni degli avviamenti, si è ridotto di quasi due punti percentuali ed è stato negativo per lo 0,8 per cento.

Il margine di interesse si è contratto dell'8,9 per cento (fig. 16.4), principalmente per il calo dei volumi intermediati. L'aumento dei ricavi da commissioni e da negoziazione (7,3 per cento) ha in parte compensato la riduzione dei ricavi da interesse. Il margine di intermediazione è diminuito dell'1,5 per cento.

*L'incidenza dei ricavi diversi da quelli da interesse sul margine di intermediazione è cresciuta di quattro punti percentuali, al 50 per cento. I proventi netti derivanti dall'attività di negoziazione in proprio sono aumentati di un miliardo (12,5 per cento), grazie al buon andamento dei mercati finanziari e all'incremento di valore dei titoli di Stato in portafoglio. Anche i ricavi da commissioni sono cresciuti (735 milioni, pari al 2,5 per cento). La riduzione di quelli relativi alla gestione dei conti correnti e all'attività di negoziazione per conto terzi è stata più che compensata dal forte aumento delle commissioni per collocamento titoli e di quelle derivanti dalla distribuzione di prodotti assicurativi e di gestione del risparmio.*

È proseguita l'azione di contenimento dei costi operativi (-2,0 per cento), soprattutto di quelli per il personale (-4,2 per cento). Il calo dei costi ha interessato

principalmente i cinque maggiori gruppi, che hanno ridotto la rete degli sportelli del 3,6 per cento e il numero dei dipendenti dell'1,1 per cento. Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione è rimasto pressoché stabile, al 62,1 per cento.

Tavola 16.6

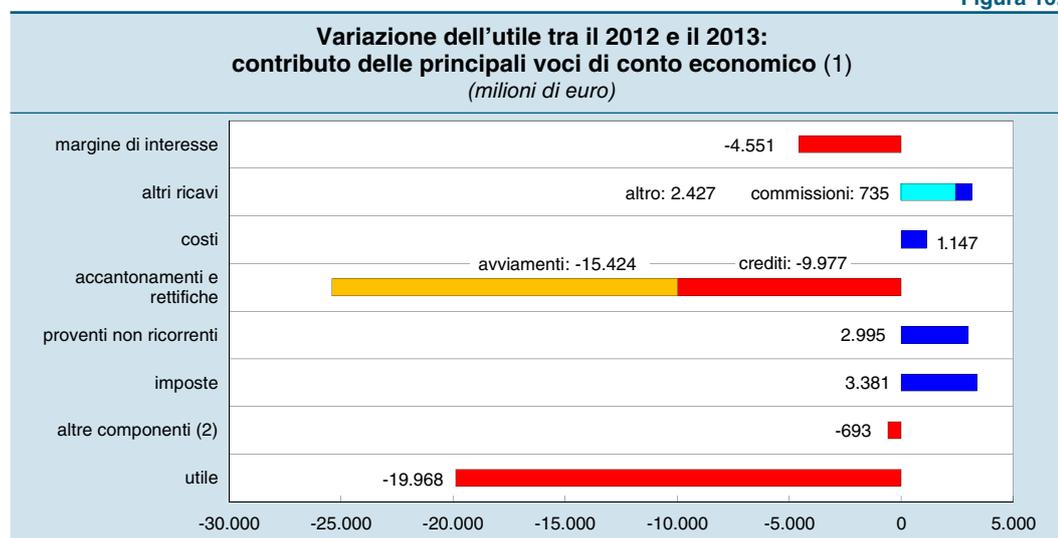
Conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (milioni di euro e variazioni percentuali)						
VOCI	Totale sistema			Maggiori gruppi (2)		
	2012	2013 (3)	Variazione percentuale	2012	2013 (3)	Variazione percentuale
Margine di interesse (a)	50.896	46.345	-8,9	29.458	25.813	-12,4
Altri ricavi (b)	43.197	46.358	7,3	25.385	27.230	7,3
di cui: <i>commissioni</i>	29.188	29.923	2,5	17.406	18.095	4,0
Margine di intermediazione (c=a+b)	94.093	92.703	-1,5	54.842	53.043	-3,3
Costi (d) (4)	58.724	57.577	-2,0	34.785	33.593	-3,4
di cui: <i>spese per il personale</i>	32.373	31.025	-4,2	19.739	18.610	-5,7
Risultato di gestione (e=c-d)	35.370	35.127	-0,7	20.058	19.450	-3,0
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	34.708	60.115	73,2	21.834	43.837	100,8
di cui: <i>per deterioramento di crediti</i>	28.610	38.587	34,9	18.105	25.748	42,2
di cui: <i>per svalutazione degli avviamenti</i>	2.531	17.954	::	1.685	16.094	::
Risultato operativo netto (g=e-f)	661	-24.989	::	-1.776	-24.387	::
Proventi non ricorrenti (h)	-381	2.614	::	-583	2.444	::
Utile lordo (i=g+h)	280	-22.374	::	-2.359	-21.943	::
Imposte (l)	202	-3.178	::	-989	-3.714	::
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	-201	-827	::	-201	-841	::
Utile di pertinenza di terzi (n)	488	554	13,6	384	383	-0,3
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n) (5)	-610	-20.577	::	-1.955	-19.452	::
<b>Indicatori (valori percentuali)</b>						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	45,9	50,0		46,3	51,3	
Cost-income ratio (6)	62,4	62,1		63,4	63,3	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	80,9	109,9		90,3	132,4	
ROE	0,0	-8,0		-1,1	-13,5	
ROE al netto delle svalutazioni degli avviamenti	1,0	-0,8		0,1	-2,1	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute agli arrotondamenti. Per omogeneità nel confronto, la composizione dei gruppi bancari è quella della fine del 2013. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. –  
(2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2013. – (3) Dati provvisori. – (4) Sono escluse le rettifiche di valore su attività immateriali connesse con gli avviamenti, riclassificate tra gli accantonamenti. – (5) Comprende l'utile al netto delle imposte delle banche non appartenenti a gruppi. – (6) Il cost-income ratio è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

Tra il 2008 e il 2013 il numero complessivo degli sportelli bancari in Italia è passato da oltre 34.100 a 31.700. Il calo è riconducibile ai primi cinque gruppi bancari; per l'insieme degli altri intermediari (incluse le filiali di banche estere) il numero di dipendenze è invece aumentato fino al 2012, per poi rimanere stabile nel 2013. Nel periodo considerato il numero degli addetti al settore è sceso del 9,4 per cento, in larga parte per la riduzione da parte degli intermediari che hanno ridimensionato la rete territoriale. Per i primi cinque gruppi i fondi medi per sportello (prestiti e depositi valutati a prezzi costanti) sono saliti di oltre il 4 per cento tra il 2008 e il 2013, interamente per effetto della riduzione nel numero delle dipendenze; per gli altri intermediari si è avuto un aumento di oltre il 5 per cento, grazie a un'espansione più rapida di prestiti e depositi rispetto a quella della rete territoriale. Stime econometriche indicano che le banche avrebbero diminuito le filiali nelle province in cui i fondi medi per sportello erano più bassi e in quelle in cui erano presenti intermediari coinvolti in operazioni di fusione tra banche appartenenti allo stesso gruppo.

La riorganizzazione della rete si è riflessa sui costi operativi. Escludendo per i gruppi la componente estera, tra il 2008 e il 2013 gli intermediari che hanno ridotto gli sportelli hanno diminuito i costi, particolarmente quelli per il personale, e la loro incidenza sul totale dell'attivo, dal 2,2 al 2,0 per cento. Il rapporto tra costi e totale dell'attivo è diminuito da 1,9 a 1,7 per cento, anche per le altre banche, per le quali le attività sono cresciute più rapidamente rispetto ai costi.

Figura 16.4



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
(1) Dati provvisori. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Utile/perdita dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte e utile/perdita di pertinenza di terzi.

Alcuni tra i maggiori gruppi hanno annunciato nuovi piani di razionalizzazione delle reti distributive per i prossimi anni.

*In particolare sulla base dei piani industriali presentati di recente al mercato, una più soddisfacente remunerazione del capitale sarebbe conseguita principalmente mediante un aumento dei ricavi da commissioni, una sostanziale razionalizzazione degli organici e delle strutture e una forte diminuzione del costo del rischio di credito (ovvero il rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti).*

Per il complesso del sistema il risultato di gestione non è stato sufficiente a coprire le rettifiche di valore su crediti. Si sono inoltre aggiunte ingenti svalutazioni degli avviamenti (sette volte superiori a quelle contabilizzate nel 2012), operate principalmente dai maggiori gruppi, che hanno determinato rilevanti perdite di esercizio (un quarto degli intermediari ha chiuso il bilancio in perdita).

*Le rettifiche sugli avviamenti sono state contabilizzate dalle banche per meglio tener conto delle prospettive reddituali future. Esse hanno contribuito, unitamente alla forte crescita dei prezzi azionari, al miglioramento del price-to-book ratio medio delle banche italiane (74 per cento a metà aprile dell'anno in corso), avvicinandolo ulteriormente a quello dei principali operatori europei (84 per cento). Ingenti svalutazioni degli avviamenti erano già state imputate a conto economico nel 2011 (24 miliardi).*

Nel confronto internazionale, effettuato su un campione costituito dai 15 maggiori gruppi bancari europei, la redditività delle 2 principali banche italiane è stata inferiore a quella delle altre 13 banche del campione; il ROE, valutato al netto delle svalutazioni degli avviamenti, è stato negativo (-1,5 per cento), a fronte di un ROE positivo (4,6 per cento) per le altre banche europee. Hanno inciso le rettifiche su crediti, pari al 118,7 per cento del risultato di gestione (60,0 per le altre banche europee). Il margine di

interesse si è ridotto in misura analoga per tutti gli intermediari; per i 2 gruppi italiani la crescita degli altri ricavi è stata superiore rispetto alle altre banche europee (18,9 per cento a fronte del 5,2). L'efficienza operativa di questi due intermediari italiani resta elevata: il rapporto cost-income era significativamente più contenuto di quello osservato per il resto del campione (60,5 per cento a fronte di 71,5).

## Il patrimonio

Nel 2013 sia il patrimonio di vigilanza sia le attività ponderate per il rischio sono diminuiti, lasciando il grado di patrimonializzazione del sistema bancario pressoché stabile.

*Il patrimonio e le attività ponderate per il rischio.* – Alla fine del 2013 il patrimonio di vigilanza calcolato su base consolidata era pari a 223 miliardi, in calo di 12 miliardi (-5,1 per cento) rispetto a un anno prima (tav. 16.7). Il patrimonio di base è diminuito (di oltre 13 miliardi) prevalentemente per effetto delle perdite di esercizio. Le svalutazioni degli avviamenti non hanno avuto alcun impatto sulla adeguatezza patrimoniale del sistema, poiché il valore degli avviamenti è dedotto dal patrimonio a fini prudenziali. Il patrimonio supplementare è diminuito di oltre 4 miliardi, prevalentemente nella componente costituita da strumenti ibridi e subordinati. Le minori deduzioni dal capitale complessivo, per un valore di 5 miliardi, hanno parzialmente compensato il calo delle altre voci patrimoniali.

Tavola 16.7

Adeguatezza patrimoniale delle banche e dei gruppi bancari italiani (1) (dati di fine periodo in milioni di euro)				
VOCI	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2012	2013	2012	2013
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	2.737	1.885	1.235	192
Patrimonio di vigilanza	234.932	222.945	137.643	129.556
Coefficiente relativo al core tier 1 (valori percentuali)	10,6	10,5	10,9	10,4
Coefficiente relativo al tier 1 (valori percentuali)	11,1	11,0	11,6	11,1
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	13,8	13,9	14,5	14,5
Leva finanziaria (3)	18	18	19	19
Eccedenze patrimoniali	98.703	95.337	61.677	57.965

Fonte: segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.  
 (1) Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo dei coefficienti patrimoniali, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. I dati relativi a dicembre 2012 tengono conto dell'emissione dei cosiddetti Monti bond da parte del gruppo MPS avvenuta a febbraio 2013. – (2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre 2013. – (3) Rapporto tra il totale dell'attivo di bilancio e il patrimonio di base (tier 1). Dati provvisori.

Le attività ponderate per il rischio hanno continuato a contrarsi. Nel 2013 la flessione è stata di oltre 100 miliardi (-6,2 per cento), in larga parte a causa del calo degli attivi (-7,0 per cento); per contro la ponderazione media, misurata dal rapporto tra le attività ponderate per il rischio e quelle non ponderate, è lievemente aumentata.

*Nella prima metà del 2013 l'FMI ha condotto una valutazione sulla solidità del settore finanziario italiano (Financial Sector Assessment Program, FSAP); i risultati sono stati pubblicati lo scorso*

settembre. Grazie al rafforzamento patrimoniale conseguito negli ultimi anni e alle riserve di capitale accumulate, le banche italiane sarebbero in grado di far fronte a un eventuale ulteriore indebolimento delle condizioni economiche e finanziarie, senza pregiudicare il graduale processo di adeguamento ai più stringenti requisiti prudenziali previsti da Basilea 3. L'azione di supervisione della Banca d'Italia è stata considerata uno dei fattori chiave per la stabilità del sistema finanziario italiano. Difficoltà sono state riscontrate per un numero limitato di intermediari, già oggetto di un'intensa azione di supervisione da parte della Banca d'Italia.

*I coefficienti patrimoniali.* – Nel 2013 i coefficienti patrimoniali del sistema bancario sono rimasti in linea con quelli dell'anno precedente. Alla fine del 2013 il coefficiente relativo al capitale di migliore qualità (core tier 1 ratio) e quello relativo al patrimonio di base (tier 1 ratio) erano rispettivamente pari al 10,5 e all'11,0 per cento; il coefficiente complessivo (total capital ratio) era lievemente salito al 13,9 per cento (13,8 nel 2012).

*Alla fine del 2013 il core tier 1 ratio dei cinque maggiori gruppi bancari era pari, in media, al 10,4 per cento, in diminuzione rispetto all'anno precedente. Il tier 1 ratio e il total capital ratio erano pari, rispettivamente, all'11,1 e al 14,5 per cento (11,6 e 14,5 per cento alla fine del 2012). Il core tier 1 ratio delle banche popolari, a esclusione di quelle appartenenti ai primi cinque gruppi, e delle BCC è risultato pari, rispettivamente, all'8,9 e al 14,4 per cento, in crescita di 10 e 30 punti base.*

*L'incremento dei coefficienti per le BCC, interamente dovuto alla riduzione delle attività ponderate per il rischio (-3 per cento), riflette una ricomposizione dei portafogli verso attività a minore assorbimento patrimoniale.*

Confrontando il livello di patrimonializzazione dei cinque maggiori gruppi italiani con un insieme di grandi banche europee, che rientrano nel campione di rilevazione dell'EBA ai fini della pubblicazione dei principali indicatori di rischio (*key risk indicators*), alla fine del 2013 il core tier 1 ratio delle banche italiane (10,4 per cento) era inferiore a quello medio europeo (11,6 per cento). Il divario risente della peggiore redditività dei gruppi italiani nel 2013; alla fine del 2012 infatti i coefficienti patrimoniali dei due gruppi di banche erano sostanzialmente in linea. La leva finanziaria (calcolata come rapporto tra il totale delle attività, al netto di quelle immateriali, e il patrimonio di base) resta contenuta nel confronto internazionale (18,5 a fronte di 19,6 per le banche europee).

*Rispetto alla fine del 2011 la leva finanziaria dei maggiori gruppi bancari italiani è diminuita di due punti. La riduzione è stata conseguita per un terzo grazie ad aumenti di capitale e per due terzi per effetto della contrazione degli attivi. Il ridimensionamento degli attivi, avvenuto nonostante l'aumento delle esposizioni verso gli emittenti sovrani, ha riflesso soprattutto una riduzione della consistenza dei titoli e dei derivati emessi dal settore privato, a cui si è aggiunta una contrazione dei prestiti alla clientela, prevalentemente della componente in bonis.*

*Le prospettive di rafforzamento patrimoniale.* – Dal 1° gennaio di quest'anno sono in vigore le nuove regole sul capitale delle banche (Basilea 3), così come definite dalla disciplina europea (CRD4-CRR); in Italia andranno a regime nel 2018. Sulla base della disciplina transitoria nazionale, si stima che, per i 15 maggiori gruppi bancari italiani che partecipano al *comprehensive assessment*, il coefficiente relativo al capitale di qualità primaria (common equity tier 1 ratio) alla fine del 2013 sarebbe stato pari al 9,9 per cento a fronte di un core tier 1 ratio del 10,0 per cento.

*Sulla base delle informazioni di bilancio rese pubbliche al mercato, il CET1 ratio dei cinque maggiori gruppi bancari al 31 marzo 2014 era pari al 10,8 per cento; il tier 1 ratio e il total capital ratio erano pari all'11,1 e al 14,6 per cento, rispettivamente.*

È proseguito l'avvicinamento delle banche italiane ai nuovi requisiti patrimoniali previsti dalla disciplina di Basilea 3 a regime.

*Sulla base dei dati di fine 2013 riferiti a un campione di 13 gruppi bancari italiani che partecipano al monitoraggio internazionale degli standard di Basilea, il fabbisogno di capitale di qualità primaria necessario a regime al raggiungimento di un CET1 ratio del 7 per cento (requisito minimo del 4,5 per cento incrementato di un ulteriore 2,5 per cento corrispondente al capital conservation buffer) sarebbe in diminuzione rispetto a precedenti simulazioni (5,3 miliardi a fronte di 8,8 a dicembre del 2012).*

Nei primi mesi del 2014 dieci intermediari bancari, nove dei quali coinvolti nell'esercizio di valutazione complessiva dell'SSM, hanno completato o annunciato al mercato aumenti di capitale per un valore complessivo di quasi 11 miliardi. Per effetto di tali misure, il beneficio patrimoniale medio in termini di core tier 1 ratio sarebbe di circa un punto percentuale per le 15 banche soggette al *comprehensive assessment*.

## GLI INTERMEDIARI NON BANCARI

### *L'attività degli intermediari non bancari*

Nel 2013 è proseguita la riorganizzazione del settore dell'intermediazione non bancaria. La debolezza del ciclo economico, le aggregazioni motivate dalla ricerca di una maggiore efficienza operativa e le modifiche del quadro normativo hanno determinato una riduzione del numero degli operatori attivi nei servizi di investimento, di gestione del risparmio e di concessione di finanziamenti (cfr. tav. 16.2).

La redditività delle società di gestione del risparmio (SGR) e delle società di intermediazione mobiliare (SIM) è migliorata, con l'eccezione delle SGR attive nei comparti dei fondi immobiliari e di private equity. Per le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale la rischiosità degli impieghi ha continuato a peggiorare, traducendosi in una riduzione della redditività, più ampia per i confidi.

*Le società di gestione del risparmio.* – Nel 2013 l'utile netto complessivo del settore, pari a 605 milioni, è aumentato del 18,7 per cento rispetto al 2012 (tav. 16.8), grazie soprattutto all'incremento delle commissioni nette derivante dalla crescita dei patrimoni gestiti, che alla fine del 2013 ammontavano a 770 miliardi; i costi operativi si sono ridotti dell'1,8 per cento. È aumentato il numero delle società che hanno chiuso l'esercizio in perdita (38 contro 35 nel 2012), pari al 25 per cento delle iscritte all'albo. Tre quarti della perdita complessiva, pari a 30 milioni, fanno capo a cinque SGR. Nel complesso è aumentato il patrimonio di vigilanza; l'indice di patrimonializzazione, definito come rapporto tra il patrimonio di vigilanza e il minimo richiesto dalla normativa (requisito prudenziale), è salito da 4,6 a 6,0.

La redditività delle SGR specializzate nella gestione di fondi aperti e di patrimoni su base individuale ha beneficiato del ritorno su valori positivi della raccolta netta e del favorevole andamento dei mercati. L'utile netto, pari a 555 milioni, è aumentato del 33 per cento. Le SGR che gestiscono fondi di private equity hanno registrato una diminuzione degli utili del 36 per cento (da 33 a 21 milioni) risentendo delle difficoltà nella raccolta di nuove risorse presso gli investitori. Le SGR attive nel comparto dei fondi chiusi immobiliari hanno scontato l'andamento negativo dei fondi gestiti dovuto alla debolezza del mercato immobiliare italiano, con una riduzione degli utili netti di oltre il 50 per cento (da 60 a 29 milioni). La scadenza, entro il 2016, di diversi fondi immobiliari al dettaglio rischia di esercitare un'ulteriore pressione al ribasso sul valore degli attivi e sugli utili delle società che li gestiscono. Per minimizzare gli effetti che l'addensamento delle scadenze dei fondi potrebbe avere sul mercato immobiliare, è all'esame del Governo un provvedimento volto a consentire una più graduale liquidazione del portafoglio.

Tavola 16.8

SGR: dati di conto economico (milioni di euro; valori e variazioni percentuali)					
VOCI	2012		2013		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	4.021	225,9	4.793	246,6	19,2
Commissioni passive	2.241	125,9	2.850	146,6	27,2
<b>Margine lordo della gestione caratteristica (2)</b>	<b>1.780</b>	<b>100,0</b>	<b>1.943</b>	<b>100,0</b>	<b>9,2</b>
Spese amministrative	1.083	60,9	1.056	54,3	-2,5
di cui: per il personale	589	33,1	571	29,4	-3,0
Altri oneri di gestione	42	2,4	45	2,3	6,8
<b>Totale costi operativi (3)</b>	<b>1.178</b>	<b>66,2</b>	<b>1.157</b>	<b>59,5</b>	<b>-1,8</b>
Altri proventi di gestione	89	5,0	95	4,9	6,7
<b>Risultato della gestione caratteristica</b>	<b>690</b>	<b>38,8</b>	<b>881</b>	<b>45,3</b>	<b>27,5</b>
Risultato della gestione finanziaria	103	5,8	113	5,8	9,5
<b>Risultato delle attività ordinarie</b>	<b>794</b>	<b>44,6</b>	<b>994</b>	<b>51,1</b>	<b>25,2</b>
Imposte	284	15,9	389	20,0	36,8
<b>Utile netto (perdita) di esercizio</b>	<b>510</b>	<b>28,7</b>	<b>605</b>	<b>31,1</b>	<b>18,7</b>

Fonte: segnalazioni di vigilanza.  
(1) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (2) Attività di gestione su base individuale e collettiva. – (3) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

*Le società di intermediazione mobiliare.* – Le SIM hanno chiuso l'esercizio con un utile netto complessivo di 163 milioni, in aumento del 31 per cento rispetto al 2012. Il rapporto tra costi e ricavi è diminuito dal 68 al 60 per cento.

I fondi propri delle SIM, quasi interamente costituiti da capitale e riserve, sono aumentati dell'11 per cento rispetto all'anno precedente, anche grazie alle politiche di accantonamento degli utili. È cresciuto pertanto il grado di copertura dei rischi assunti, principalmente di natura operativa (l'indice di patrimonializzazione è salito da 4,8 a 5,1).

*Le società finanziarie dell'elenco speciale ex art. 107 del TUB.* – Nel 2013 il flusso dei nuovi prestiti concessi dagli intermediari creditizi non bancari (società operanti prevalentemente nei segmenti del leasing, del factoring e del credito al consumo) è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2012 (-0,2 per cento); alla fine dell'anno i finanziamenti erogati erano pari a 195 miliardi. Le nuove erogazioni nel settore del leasing hanno registrato una contrazione del 29,1 per cento; nel comparto del credito al consumo e del factoring si è avuta un'espansione (rispettivamente del 2,7 e del 2,2 per cento).

La qualità del credito ha continuato a peggiorare. L'incidenza sul totale dei prestiti deteriorati (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturate, scadute o sconfinanti) ha raggiunto il 15,8 per cento, con un incremento di due punti percentuali rispetto al 2012. La quota è più elevata nel comparto del leasing (21,8 per cento) rispetto al factoring (6,5 per cento) e al credito al consumo (11,6 per cento).

Il margine di intermediazione si è ridotto del 9,8 per cento a causa del calo delle commissioni; sono aumentate anche le perdite nette su crediti (32,0 per cento). Il numero delle società che ha chiuso l'esercizio in perdita è aumentato da 82 a 92. Il patrimonio di vigilanza è cresciuto di 0,7 miliardi, innalzando il grado di copertura dei requisiti prudenziali previsti dalla normativa (l'indice di patrimonializzazione è lievemente salito, a 1,6).

Anche nel 2013 la redditività dei confidi iscritti nell'elenco speciale ha risentito della difficile situazione delle imprese associate. Alla fine dell'anno le garanzie concesse ammontavano a 15,9 miliardi; la quota di quelle sui prestiti deteriorati era pari al 27,6 per cento (8,9 punti percentuali in più rispetto al 2012). Le perdite hanno raggiunto i 143 milioni (73 milioni nel 2012). Su 60 confidi iscritti all'albo, il numero di quelli che hanno chiuso l'esercizio in utile è stato di 18. Il rapporto tra patrimonio di vigilanza e attività ponderate per il rischio per l'insieme dei confidi è pari al 15,1 per cento, un valore coerente con i rischi a cui è esposto il settore nel suo complesso. Vi è tuttavia un'ampia eterogeneità tra intermediari e in alcuni casi, più frequenti tra gli operatori che dipendono in misura rilevante dai contributi pubblici, le risorse patrimoniali non sono adeguate.

## 17. L'ATTIVITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2013 il settore degli investitori istituzionali italiani ha realizzato una raccolta netta di 52 miliardi di euro, recuperando buona parte delle risorse perse nei due anni precedenti (tav. 17.1). Al risultato ha contribuito l'accresciuto risparmio delle famiglie in termini nominali (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). La raccolta effettuata attraverso il canale bancario è aumentata in misura rilevante. Il valore delle attività gestite è cresciuto del 5 per cento, a 1.100 miliardi, anche per effetto dell'aumento dei prezzi delle attività in portafoglio. Il peso del risparmio gestito sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane, seppur in lieve aumento al 25 per cento dal 24 del 2012, rimane basso nel confronto internazionale (tav. 17.2).

Tavola 17.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2012	2013 (1)	2012	2013 (1)	Quote percentuali	
					2012	2013 (1)
Fondi comuni (2)	-10.744	16.337	189.391	205.818	13,8	14,3
Assicurazioni (3)	4.313	29.593	486.299	514.362	35,5	35,8
Fondi pensione (4)	4.953	6.771	69.029	76.094	5,1	5,3
Gestioni patrimoniali	-11.473	22.935	624.190	640.004	45,6	44,6
<b>Totale</b>	<b>-12.951</b>	<b>75.636</b>	<b>1.368.909</b>	<b>1.436.278</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (5)</b>	<b>-16.717</b>	<b>51.946</b>	<b>1.040.249</b>	<b>1.096.160</b>	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>-1,1</i>	<i>3,3</i>	<i>66,4</i>	<i>70,3</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip e Ivass.  
 (1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

Per la prima volta dal 2004 le sottoscrizioni di quote di fondi comuni aperti di diritto italiano sono state superiori ai riscatti; è proseguita l'espansione dei fondi aperti di diritto estero e di quelli chiusi. Dopo il deflusso di risorse del 2012, la raccolta netta è tornata positiva anche per le gestioni patrimoniali e i prodotti assicurativi del ramo vita. Nel comparto del risparmio previdenziale – fondi pensione e piani individuali pensionistici – l'afflusso di risorse è rimasto stabile; l'aumento del numero degli iscritti è stato compensato dalla riduzione del valore medio dei contributi versati, dovuta a un ulteriore incremento degli aderenti che hanno interrotto le proprie contribuzioni.

Tavola 17.2

Investitori istituzionali: incidenza del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (dati di fine periodo; valori percentuali)								
VOCI		Italia	Francia	Germania	Spagna	Area dell'euro (1)	Regno Unito	Stati Uniti (2)
Fondi comuni (3)	2006	10,5	9,7	10,5	11,6	9,8	4,4	10,3
	2013	7,9	6,8	8,7	7,7	7,2	2,1	11,6
Assicurazioni e fondi pensione	2006	11,6	33,9	32,5	13,6	27,5	53,4	24,7
	2013	14,3	37,0	36,3	15,6	31,6	56,4	25,8
di cui: <i>fondi pensione</i>	2006	0,9	3,6	15,1	5,9	....	....	18,0
	2013	1,9	4,1	....	6,5	....	....	19,4
<b>Totale (4)</b>	<b>2006</b>	<b>22,1</b>	<b>43,6</b>	<b>42,9</b>	<b>25,1</b>	<b>37,3</b>	<b>57,8</b>	<b>35,0</b>
	<b>2013</b>	<b>24,9</b>	<b>43,7</b>	<b>45,0</b>	<b>23,2</b>	<b>38,9</b>	<b>58,5</b>	<b>37,5</b>
<i>in % del PIL</i>	2006	57,1	84,7	78,5	47,2	77,2	166,0	127,5
	2013	62,2	94,0	84,7	43,0	83,3	177,0	146,8

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve e OCSE.  
 (1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 17 paesi. – (2) Il dato sui fondi pensione è relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali; sono esclusi i piani pensionistici federali. – (3) Sono inclusi i fondi esteri. – (4) Solo per l'Italia il totale include, oltre alle voci indicate, le gestioni di patrimoni appartenenti alle famiglie al netto degli investimenti in quote di fondi comuni; la voce è parzialmente stimata.

Nel confronto con le altre principali economie dell'area dell'euro, l'attivo degli investitori istituzionali italiani è caratterizzato da un peso elevato dei titoli del settore pubblico e da una quota contenuta di obbligazioni private, in particolare di quelle emesse da imprese non finanziarie. Gli investimenti in titoli di Stato rappresentavano il 66 per cento del portafoglio totale delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione italiani; i titoli di banche e imprese residenti erano pari al 7 per cento. La restante parte era costituita da quote di fondi comuni, da azioni e da obbligazioni estere (tav. 17.3). Sulla base di dati BCE alla fine del 2013 l'attivo delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione dell'area era investito per il 19 per cento in obbligazioni pubbliche; la quota relativa ai titoli di emittenti privati residenti era stimabile pari al 14 per cento del portafoglio.

Tavola 17.3

Principali attività finanziarie degli investitori istituzionali (1) (quote percentuali)								
VOCI	2012				2013			
	Fondi comuni (2)	Fondi pensione (3)	Assicurazioni	Gestioni patrimoniali	Fondi comuni (2)	Fondi pensione (3)	Assicurazioni	Gestioni patrimoniali
Titoli di Stato	49	55	66	41	47	55	67	41
di cui: <i>italiani</i>	72	50	92	81	72	50	92	80
Obbligazioni	17	11	24	26	18	11	23	25
di cui: <i>italiane</i>	26	20	34	20	28	14	35	20
Azioni	16	17	4	7	14	18	3	9
di cui: <i>italiane</i>	13	6	66	38	15	5	60	44
Quote di fondi comuni	6	15	5	22	9	15	6	22
Altre attività finanziarie	12	1	1	5	12	1	1	3
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>in milioni di euro</i>	129.483	60.025	362.665	624.190	143.290	67.519	394.053	640.004

Fonte: Banca d'Italia, Covip e Ivass.  
 (1) Attivi al valore di bilancio. Investimenti a copertura delle riserve tecniche dei rami danni e dei prodotti tradizionali del ramo vita (classe C) per le assicurazioni; patrimonio gestito per i fondi comuni, le gestioni patrimoniali e i fondi pensione. – (2) Fondi comuni armonizzati di diritto italiano. – (3) I dati includono i fondi pensione negoziali, aperti e quelli istituiti prima della riforma del 1993, tra cui gli autonomi e gli interni di cui si hanno informazioni sulla composizione degli attivi. Per il 2013, dati provvisori.

## I fondi comuni di investimento

*La raccolta e il patrimonio.* – Nel 2013 il patrimonio dei fondi aperti collocati in Italia è aumentato del 15 per cento, a 555 miliardi (tav. 17.4). Tra questi le sottoscrizioni nette di quote di fondi di diritto italiano sono tornate positive (11 miliardi), dopo quasi un decennio caratterizzato da un costante deflusso di risorse. La raccolta netta dei fondi esteri è salita a 36 miliardi, di cui 16 relativi a fondi istituiti da intermediari italiani. L'aumento della raccolta è in buona parte riconducibile ai collocamenti effettuati attraverso le reti bancarie, la cui quota sul totale delle sottoscrizioni è aumentata di nove punti percentuali, al 70 per cento.

Tavola 17.4

Fondi comuni collocati in Italia: struttura del mercato (1)						
(numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta (3)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
<b>Fondi aperti di diritto italiano</b>						
Fondi aperti armonizzati	555	637	129.483	143.290	-11.632	12.083
Azionari	129	117	17.943	16.756	-2.749	-2.297
Bilanciati	36	41	8.079	7.591	-1.968	-619
Obbligazionari	196	237	71.566	78.555	-243	7.353
Monetari	20	18	13.899	11.297	-3.779	-2.187
Flessibili	174	224	17.997	29.091	-2.893	9.833
Fondi aperti non armonizzati	188	150	20.310	20.733	-2.842	-884
Fondi aperti speculativi (4)	99	81	6.225	5.077	-1.805	-1.782
di cui: <i>fondi di fondi</i>	80	64	5.079	4.119	-1.439	-1.141
Altri tipi di fondi aperti	89	69	14.085	15.656	-1.037	898
di cui: <i>fondi di fondi</i>	48	31	6.241	6.195	-701	83
<b>Totale (a)</b>	<b>743</b>	<b>787</b>	<b>149.793</b>	<b>164.023</b>	<b>-14.474</b>	<b>11.199</b>
<b>Fondi aperti di diritto estero (5)</b>						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (6)	1.003	1.094	209.357	233.246	4.617	16.073
Fondi esteri istituiti da intermediari stranieri	2.162	2.222	123.632	157.820	10.513	19.722
<b>Totale (b)</b>	<b>3.165</b>	<b>3.316</b>	<b>333.989</b>	<b>391.066</b>	<b>15.130</b>	<b>35.795</b>
<b>Fondi chiusi di diritto italiano</b>						
Fondi chiusi mobiliari	139	145	8.121	8.689	781	1.012
di cui: <i>riservati</i>	134	141	7.959	8.579	794	1.034
Fondi chiusi immobiliari	353	364	31.457	33.106	2.951	4.126
di cui: <i>riservati</i>	326	338	26.098	28.179	2.800	4.178
<b>Totale (c)</b>	<b>492</b>	<b>509</b>	<b>39.578</b>	<b>41.795</b>	<b>3.732</b>	<b>5.138</b>
<i>Per memoria:</i>						
Totale fondi aperti (a+b)	3.908	4.103	482.802	555.089	655	46.993
Totale fondi di diritto italiano (a+c)	1.235	1.296	189.391	205.818	-10.744	16.337

Fonte: Assogestioni e Banca d'Italia.  
 (1) Sono incluse le Sicav. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi. Con riferimento ai fondi chiusi, la raccolta netta è calcolata come differenza tra gli impegni di sottoscrizione raccolti e gli eventuali rimborsi effettuati dalle SGR, risultanti dalle segnalazioni di vigilanza. – (4) I fondi *side pockets* sono inclusi per il patrimonio netto e la raccolta netta; sono esclusi per il numero dei fondi. – (5) Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (6) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

L'afflusso di risorse per il complesso dei fondi comuni aperti si è concentrato sui comparti obbligazionari, azionari e sui fondi con strategie di investimento flessibili. I fondi monetari hanno invece registrato disinvestimenti netti, risentendo dei bassi rendimenti dei titoli a breve termine. Quasi il 45 per cento della raccolta lorda realizzata nell'anno è riconducibile ai "fondi a scadenza", caratterizzati da una durata predefinita, dalla corresponsione di cedole periodiche ai sottoscrittori e dal pagamento anticipato delle commissioni alla rete distributiva.

Secondo dati della European Fund and Asset Management Association (EFAMA) la raccolta netta dei fondi comuni armonizzati è stata positiva anche nel complesso dell'area dell'euro (tav. 17.5). Considerando i fondi istituiti in Lussemburgo da società appartenenti a gruppi stranieri, si può stimare che alla fine del 2013 il patrimonio gestito dagli intermediari italiani, tedeschi e francesi era pari, rispettivamente, al 7, al 14 e al 28 per cento del totale dei fondi comuni mobiliari dell'area. La restante parte era relativa principalmente a fondi istituiti in Lussemburgo da gruppi statunitensi, inglesi e svizzeri.

Il patrimonio dei fondi chiusi italiani è cresciuto del 6 per cento, a 42 miliardi, a fronte di una raccolta netta di 4,1 miliardi per i fondi immobiliari e di circa 1 miliardo per quelli mobiliari, principalmente fondi di private equity (tav. 17.4).

Tavola 17.5

Fondi comuni mobiliari: raccolta netta e patrimonio netto nei principali paesi europei e negli Stati Uniti (1)									
(dati annuali)									
		Italia	Francia	Germania	Lussemburgo e Irlanda	Area dell'euro (2)		Regno Unito	Stati Uniti
VOCI				di cui: controllati da intermediari italiani					
<b>Raccolta netta (milioni di euro)</b>									
Totale	2012	-11.632	-24.100	-350	187.485	4.617	141.610	24.965	149.839
	2013	12.083	-75.000	5.785	153.064	16.073	178.820	21.853	113.991
Azionari	2012	-2.749	-33.700	-1.956	17.649	-3.026	-25.407	15.197	-117.932
	2013	-2.297	-11.900	1.025	91.635	1.430	81.201	15.778	119.687
Bilanciati (3)	2012	-4.861	-7.700	918	37.451	144	23.007	2.086	35.634
	2013	9.214	-5.800	4.706	49.540	16.035	112.264	8.580	54.816
Obbligazionari	2012	-243	3.400	1.605	169.635	12.743	174.305	7.718	233.040
	2013	7.353	-10.400	579	51.156	-1.227	70.858	-3.204	-59.609
Monetari	2012	-3.779	13.900	-917	-37.249	-5.244	-30.295	-35	-902
	2013	-2.187	-46.900	-525	-39.267	-165	-85.502	698	-963
<b>Patrimonio netto di fine anno (miliardi di euro)</b>									
Totale	2012	129	1.116	248	2.970	209	4.761	759	9.886
	2013	143	1.111	278	3.242	233	5.111	863	10.889
in % del PIL	2012	8,3	54,9	9,3	-	-	50,2	41,1	86,6
	2013	9,2	53,9	10,1	-	-	53,4	47,0	98,1

Fonte: elaborazioni su dati Assogestioni, Banca d'Italia, EFAMA e Investment Company Institute.  
 (1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono prevalentemente in valori mobiliari quotati e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti alla UE, i fondi armonizzati). Per alcuni paesi sono inclusi i fondi di fondi. – (2) Per la raccolta netta, i dati non includono Belgio, Irlanda, Slovenia, Slovacchia, Cipro e Malta. – (3) Sono incluse anche altre tipologie di fondi (per i fondi italiani e per quelli esteri controllati da intermediari italiani, i fondi flessibili).

*Il rendimento e le commissioni.* – Il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani è stato positivo, sebbene inferiore a quello registrato nell'anno precedente (4,9 per cento, contro 8,2 nel 2012; tav. 17.6). I guadagni sono stati elevati per i fondi

azionari specializzati in titoli delle economie avanzate e per i bilanciati, più contenuti per quelli obbligazionari, che hanno risentito dei minori rendimenti dei titoli di Stato italiani e delle perdite registrate dalle obbligazioni estere. I fondi che investivano in azioni dei paesi emergenti hanno registrato risultati negativi pari al 7,9 per cento.

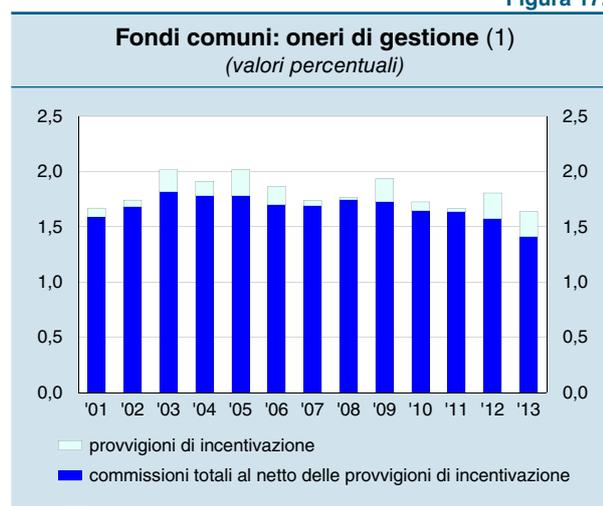
Tavola 17.6

Rendimenti dei fondi comuni mobiliari e dei principali investimenti alternativi (1) (valori percentuali)											
ANNI	Fondi comuni (2)				Investimenti alternativi						
	di cui:			Azioni italiane (3)	Azioni estere (4)	BTP (5)	CCT (5)	BOT (6)	Obbligazioni estere (7)		
	azionari	bilanciati	obbligazionari								
2000	-3,6	-8,8	-0,5	4,3	3,9	-6,9	6,3	4,4	3,8	9,4	
2001	-8,0	-17,0	-7,2	2,8	-23,5	-11,7	6,6	4,9	4,7	4,3	
2002	-9,1	-26,3	-12,1	2,2	-21,4	-31,7	8,7	3,8	3,3	1,2	
2003	3,6	10,1	5,6	1,6	18,1	11,5	3,7	2,4	2,8	-5,0	
2004	3,4	7,3	4,5	2,3	21,8	7,0	7,6	2,1	2,3	2,2	
2005	6,5	17,1	9,7	2,1	17,8	26,0	5,3	2,0	2,2	8,1	
2006	4,2	11,4	3,3	0,4	23,5	8,2	0,0	3,1	2,6	-5,1	
2007	0,3	-1,6	-0,6	1,3	-4,7	-0,9	1,7	4,0	3,7	-0,2	
2008	-9,7	-38,8	-15,7	2,1	-46,1	-37,7	5,5	2,0	4,0	17,0	
2009	6,9	25,4	10,9	4,5	27,8	27,6	8,0	4,4	2,6	-1,4	
2010	2,5	8,8	4,0	1,6	-5,1	20,2	-0,3	-1,5	1,0	14,1	
2011	-3,2	-12,1	-4,8	-0,2	-19,2	-1,8	-5,5	-6,4	2,0	10,7	
2012	8,2	12,3	9,9	8,1	13,9	14,3	19,8	13,6	6,0	-0,4	
2013	4,9	15,7	8,1	1,6	24,5	22,3	6,6	5,8	1,5	-9,1	

Fonte: Banca d'Italia, Fideuram e Thomson Reuters Datastream.  
 (1) Rendimenti a 12 mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. – (2) Fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. Dati al netto delle commissioni e, fino al 30 giugno 2011, delle imposte. – (3) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. – (4) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. – (5) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana. – (6) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno. – (7) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; sono incluse le cedole e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

L'incidenza degli oneri (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano sul patrimonio netto medio annuo si è ridotta dall'1,8 all'1,6 per cento (fig. 17.1), riflettendo il calo delle commissioni di gestione; il peso delle provvigioni di incentivo è invece rimasto pressoché invariato rispetto all'anno precedente. Secondo dati di Borsa Italiana l'incidenza delle commissioni totali annue pagate dai sottoscrittori di *exchange-traded funds* (ETF) è rimasta stabile, allo 0,4 per cento del patrimonio.

Figura 17.1



(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano e includono gli oneri addebitati al fondo per provvigioni e commissioni corrisposte a società di gestione, a banche depositarie o ad altri intermediari. Media semplice calcolata come rapporto percentuale tra le commissioni annue e la media annua del patrimonio netto. Per continuità con i dati del biennio 2001-02, sono escluse le commissioni a intermediari per compravendita di titoli. I dati relativi agli ultimi 2 anni sono provvisori.

*L'industria italiana dei fondi comuni.* – In base a dati forniti da Assogestioni la quota dei fondi aperti facenti capo a gruppi italiani sul patrimonio complessivo dei fondi collocati in Italia si è ulteriormente ridotta, dal 71 al 69 per cento.

*Dopo cinque anni il numero di fondi aperti di diritto italiano è tornato ad aumentare, da 743 a 787, riflettendo l'espansione di quelli a scadenza predefinita. I fondi di diritto estero sono aumentati da 3.165 a 3.316; i nuovi fondi appartengono in prevalenza al comparto flessibile, azionario e a quello specializzato in obbligazioni societarie. Il numero degli ETF quotati presso la borsa italiana è passato da 617 a 658 unità, con un patrimonio complessivo, relativo solo alle quote depositate presso Monte Titoli, di 25 miliardi (18 nel 2012).*

Nel corso dell'anno hanno iniziato a operare i primi tre fondi chiusi dedicati all'investimento in strumenti di debito delle piccole e medie imprese (*credit funds*), con un patrimonio totale di circa 50 milioni.

*I credit funds sono fondi chiusi caratterizzati da un orizzonte di investimento di medio e lungo periodo e da una gestione attiva dei portafogli. Essi possono svolgere un ruolo importante per favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese italiane. In particolare i credit funds possono aiutare gli investitori, quali le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, a valutare le attività del settore privato tipicamente poco liquide e contraddistinte da un rischio di credito relativamente elevato. Per svolgere efficacemente questa funzione è tuttavia necessario che si avvalgano, oltre che di elevate competenze specialistiche, di una struttura organizzativa che garantisca l'indipendenza e la trasparenza dell'attività di gestione.*

Alla fine dell'anno risultavano operativi, con un patrimonio pari a 133 milioni, quattro fondi specializzati nell'acquisizione delle attività immobiliari a garanzia di finanziamenti bancari in situazione di incaglio o di sofferenza (*distressed assets*).

Lo scorso luglio è stata recepita la direttiva UE 8 giugno 2011, n. 61, che definisce regole armonizzate per i gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers, AIFM), non disciplinati dalla direttiva CE 13 luglio 2009, n. 65 (UCITS4), relativa ai fondi aperti. Nello stesso mese sono inoltre entrati in vigore i regolamenti UE 17 aprile 2013, nn. 345 e 346, che hanno introdotto norme comuni per i fondi di venture capital e per quelli dedicati all'imprenditoria sociale.

*La direttiva AIFM prevede per i gestori di fondi di investimento alternativi, riservati a investitori istituzionali, regole di condotta e di trasparenza informativa, nonché requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio, analoghi a quelli previsti per le società di gestione di fondi comuni armonizzati. In base alle nuove norme le SGR autorizzate potranno collocare i propri fondi di investimento in tutta l'Unione europea e gestire fondi istituiti in paesi diversi da quelli in cui risiedono, sia su base transfrontaliera sia con stabilimento di succursali.*

## ***Le gestioni patrimoniali***

*La raccolta e il patrimonio.* – Nel 2013 le gestioni patrimoniali di intermediari italiani (banche, SGR e SIM) hanno registrato una raccolta netta di 23 miliardi, a fronte di riscatti netti per 11 miliardi nell'anno precedente (cfr. tav. 17.1). Il valore complessivo delle attività gestite è aumentato da 624 a 640 miliardi; il flusso di nuove risorse e l'aumento dei corsi delle attività in portafoglio sono stati in parte compensati dal conferimento delle attività del gruppo Allianz a una società di gestione estera del gruppo.

*Sulla base di dati EFAMA, alla fine del 2011 in Italia la quota delle gestioni patrimoniali riconducibile a investitori istituzionali era preponderante (78 per cento), sebbene inferiore a quelle di Francia e Germania (93 e 95 per cento rispettivamente). La prevalenza dei sottoscrittori*

istituzionali rispetto a quelli individuali è essenzialmente riconducibile alla presenza di una soglia minima di investimento. Inoltre, attraverso questi prodotti gli investitori istituzionali hanno la possibilità di una gestione degli attivi maggiormente personalizzata rispetto alla sottoscrizione di quote di fondi comuni.

La raccolta netta delle gestioni patrimoniali riconducibili a gruppi bancari italiani, direttamente o per il tramite di SGR controllate, è stata di 8 miliardi; quella delle gestioni non bancarie di 16 miliardi. La quota delle attività facenti capo agli intermediari bancari sul totale delle gestioni è aumentata dal 41 al 43 per cento.

Sulla base di dati Assogestioni, anche la raccolta netta riconducibile a gruppi esteri è stata positiva (4 miliardi). La quota delle attività delle gestioni patrimoniali riferita a gruppi esteri è aumentata dal 13 al 14 per cento.

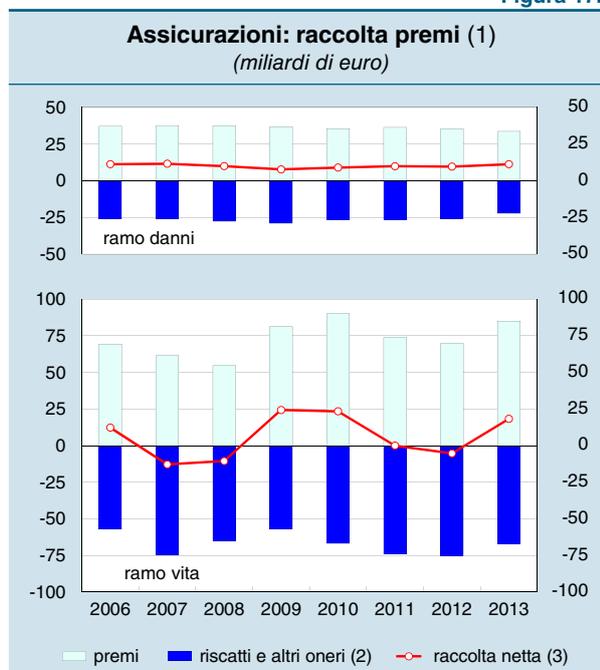
*Gli investimenti e il rendimento.* – Le gestioni patrimoniali hanno effettuato considerevoli acquisti netti di titoli di Stato italiani e di attività estere (rispettivamente per 12 e 23 miliardi), soprattutto obbligazioni e quote di fondi comuni, a fronte di vendite nette di azioni e quote di fondi comuni italiani. Alla fine del 2013 le quote di titoli di Stato e di fondi comuni erano pari, rispettivamente, al 41 e al 22 per cento del patrimonio gestito; quelle di obbligazioni societarie e azioni erano, rispettivamente, il 25 e l'8 per cento (tav. 17.3).

Il rendimento delle gestioni italiane, misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto (depurato dal flusso della raccolta e dagli effetti del riassetto delle gestioni del gruppo Allianz), è diminuito al 3,5 per cento (6,3 per cento nel 2012) riflettendo principalmente la riduzione dei rendimenti sui mercati obbligazionari.

### Le compagnie di assicurazione

*La raccolta e le riserve tecniche.* – Nel 2013 le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono aumentate del 6 per cento, a 514 miliardi di euro (cfr. tav. 17.1). I premi complessivi, al netto di oneri e rimborsi, sono stati pari a 30 miliardi. La raccolta netta nel ramo vita è tornata su valori positivi (18 miliardi), dopo il deflusso di risorse registrato nel 2012 (fig. 17.2). L'incremento ha riguardato esclusivamente i prodotti tradizionali, quali le polizze rivalutabili (23 miliardi), mentre il comparto delle polizze unit e index-linked ha fatto registrare un saldo negativo (-5 miliardi). Nel ramo vita l'aumento dei premi raccolti (22 per cento rispetto al

Figura 17.2



Fonte: Ivass.  
(1) Premi raccolti in Italia. – (2) Oneri per sinistri, riscatti e scadenze. – (3) Premi al netto dei riscatti e di altri oneri.

2012) e la diminuzione delle richieste di riscatto e degli oneri per sinistri e per scadenze (-11 per cento) hanno ridotto il rischio di liquidità; nel corso dell'anno il rapporto tra oneri e premi si è mantenuto inferiore al 100 per cento, su valori significativamente più bassi di quelli registrati nel biennio precedente (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014). La raccolta netta del ramo danni è aumentata a 11 miliardi (10 nel 2012), principalmente per effetto della riduzione degli oneri per sinistri.

Come per i fondi comuni, l'andamento dei premi nel ramo vita ha beneficiato dell'aumento della raccolta effettuata attraverso il canale bancario. La quota dei premi del ramo vita collocata attraverso gli sportelli bancari e postali è aumentata al 59 per cento (49 per cento nel 2012), a fronte di una riduzione di quella riconducibile alle agenzie e ai promotori finanziari. Nella distribuzione dei prodotti del ramo danni, si è invece consolidato il ruolo preponderante delle agenzie (81 per cento dei premi complessivi), mentre la quota degli sportelli bancari e postali si è mantenuta al di sotto del 4 per cento.

*L'indagine della Banca d'Italia sulla distribuzione bancaria delle polizze assicurative indica che nel 2013 la quota dei premi raccolti da imprese di assicurazione appartenenti allo stesso gruppo dell'intermediario bancario si è ridotta di sei punti percentuali (al 51 per cento), a fronte di un aumento di quattro e di due punti percentuali per le compagnie legate agli intermediari da rapporti partecipativi o da accordi di distribuzione (al 39 e al 10 per cento rispettivamente). L'82 per cento degli intermediari ha distribuito polizze di almeno due compagnie, di cui circa un terzo estere. I premi relativi ai prodotti sottoscritti nel corso dell'anno sono aumentati di 8 miliardi (il 34 per cento rispetto al 2012); il 64 per cento della nuova produzione è attribuibile a polizze tradizionali, il 26 a prodotti unit-linked e il 10 per cento a prodotti multiramo.*

*Gli investimenti.* – La composizione dell'attivo delle compagnie di assicurazione non ha registrato variazioni di rilievo rispetto all'anno precedente. Gli investimenti in valori mobiliari continuano a rappresentare una quota preponderante delle attività detenute a copertura delle riserve tecniche. Gli investimenti in titoli pubblici, in larga parte italiani, rappresentavano il 67 per cento delle attività finanziarie; le obbligazioni societarie, i fondi comuni e i titoli azionari ne costituivano, rispettivamente, il 23, il 5 e il 3 per cento (cfr. tav. 17.3).

*Sulla base di dati BCE, relativi alla fine del 2013, l'attivo delle compagnie di assicurazione dell'area dell'euro era costituito in prevalenza da obbligazioni, quote di fondi comuni e titoli azionari che rappresentavano, rispettivamente, il 44, il 21 e l'11 per cento. I titoli di debito rappresentavano oltre metà dell'attivo in Francia e in Spagna (rispettivamente il 60 e il 59 per cento); si differenziavano da questo modello le compagnie di assicurazione residenti in Germania, per le quali l'investimento diretto in obbligazioni incideva per il 15 per cento, mentre le quote di fondi comuni costituivano l'investimento principale al 26 per cento. In Francia, in Germania e in Spagna l'esposizione diretta al mercato azionario era pari, rispettivamente, al 10, al 12 e all'8 per cento dell'attivo. I prestiti erano una componente rilevante dell'attivo solo in Germania (15 per cento); una parte cospicua era riferita al settore pubblico.*

La legge 21 febbraio 2014, n. 9 (di conversione del decreto “destinazione Italia”) ha introdotto alcune modifiche alla normativa sui limiti agli investimenti delle compagnie di assicurazione italiane per favorire il finanziamento delle imprese di minore dimensione (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014). In particolare le nuove regole hanno ampliato le possibilità di investimento in titoli di società non quotate e in quelli derivanti da operazioni di cartolarizzazione.

Alla fine dello scorso anno gli investimenti delle compagnie di assicurazione italiane in titoli non quotati, fondi aperti non armonizzati e fondi mobiliari chiusi costituivano circa il 3 per cento delle riserve, un valore nettamente inferiore ai limiti regolamentari. Un

ostacolo all'investimento in queste tipologie di strumenti potrebbe essere rappresentato da un profilo di rischio-rendimento che mal si concilia con la preferenza delle compagnie assicurative per strumenti caratterizzati da flussi di reddito sicuri e stabili nel tempo. La difficoltà di valutare i rischi connessi con attività non tradizionali e l'assenza di veicoli che aiutino le compagnie nelle loro scelte contribuirebbero a limitare l'investimento in tali attività. In prospettiva, l'entrata in vigore nel 2016 della nuova normativa prudenziale Solvency II (direttiva CE 25 novembre 2009, n. 138), che introdurrà una valutazione dei requisiti patrimoniali basata sul rischio, potrebbe ulteriormente disincentivare gli investimenti delle compagnie di assicurazione in questi strumenti.

*La direttiva Solvency II dovrà essere recepita negli ordinamenti nazionali entro il 31 marzo 2015 per entrare in vigore dal gennaio 2016. L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA) ha pubblicato nel mese di ottobre 2013 alcune linee guida indirizzate alle autorità di vigilanza nazionali in tema di governance, di valutazione prospettica dei rischi, di reportistica e di analisi dei modelli interni che anticipano in parte le nuove regole prudenziali. Alla luce di questi principi, l'Ivass ha introdotto modifiche regolamentari e ha richiesto alle imprese di iniziare ad adeguarsi al nuovo regime di vigilanza prudenziale per consentire una graduale transizione entro i termini stabiliti.*

*La redditività.* – Nel 2013 il rapporto tra utile e patrimonio netto (ROE) per il ramo danni è aumentato notevolmente (all'8 per cento, rispetto al 2 nel 2012), grazie al contributo positivo del risultato tecnico della gestione. La redditività del ramo vita, sebbene in calo rispetto all'anno precedente, è rimasta positiva (all'8 per cento); al risultato hanno contribuito le plusvalenze realizzate sui titoli in portafoglio. Gli indici di solvibilità di entrambi i rami continuano a essere ampiamente al di sopra dei requisiti regolamentari. I principali indicatori di mercato evidenziano un progressivo miglioramento delle prospettive del settore, anche grazie ai segnali di ripresa congiunturale (cfr. *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2014).

*L'industria italiana delle assicurazioni.* – Nel 2013 il numero delle imprese di assicurazione italiane è rimasto pressoché stabile, a 134 unità; di queste, 41 erano attive nel comparto vita, 70 in quello danni e 23 in entrambi i settori. Alla fine dell'anno nel territorio italiano operavano 48 compagnie controllate da gruppi esteri, soprattutto tedeschi e francesi, la cui raccolta è stata pari al 24 per cento del totale (23 nel 2012). In Italia operavano anche 93 rappresentanze di imprese residenti in un altro paese membro della UE e 963 compagnie in regime di libera prestazione dei servizi.

La quota dei premi lordi riferita ai primi cinque gruppi è stata pari al 73 per cento nel ramo danni e al 65 per cento nel ramo vita (il 73 e il 66 per cento nel 2012, rispettivamente). Il grado di concentrazione dell'industria assicurativa italiana resta elevato nel confronto europeo.

Sulla base di dati EIOPA nel 2012 il mercato assicurativo italiano rappresentava l'11 per cento di quello europeo. Tra i premi sottoscritti in Italia la quota di quelli riconducibili a rappresentanze di compagnie estere era pari al 7 per cento.

Nel 2013 i premi raccolti dalle compagnie controllate residenti in altri paesi europei, riferibili soprattutto al principale gruppo assicurativo nazionale, sono stati pari al 30 per cento della raccolta complessiva dei gruppi italiani, in linea con il valore medio osservato negli ultimi 5 anni (31 per cento).

La presenza di intermediari bancari negli assetti proprietari delle assicurazioni italiane è rimasta stabile, mentre sono aumentati gli accordi di distribuzione di prodotti assicurativi attraverso la rete bancaria. Alla fine del 2013 il 18 per cento degli attivi del ramo vita era riconducibile a gruppi bancari; resta trascurabile la presenza nel ramo danni.

*Negli ultimi anni il volume dei premi raccolti da compagnie di assicurazione appartenenti a gruppi bancari è aumentato notevolmente. Secondo la banca dati ISIS, tra il 2007 e il 2012 i premi riconducibili a compagnie facenti parte di gruppi bancari sono passati dal 9 al 16 per cento del totale della raccolta in Italia. Tale quota è aumentata anche in Francia e in Spagna; si è invece ridotta nel Regno Unito ed è rimasta stabile in Germania.*

## I fondi pensione

*La raccolta, il patrimonio e gli iscritti.* – Nel 2013 la raccolta netta delle diverse forme pensionistiche complementari – fondi pensione e piani individuali pensionistici (PIP) – è stata pari a 7 miliardi come l'anno precedente. Le risorse gestite sono cresciute del 12 per cento, anche grazie al positivo andamento dei mercati finanziari, raggiungendo i 96 miliardi; il 36 per cento faceva capo ai fondi negoziali, il 31 ai fondi istituiti prima della riforma del 1993, il 20 ai PIP, il 13 ai fondi aperti (tav.17.7).

Tavola 17.7

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato (numero di unità e milioni di euro)						
VOCI	Numero fondi (1)		Numero iscritti (2)		Totale attività (3)	
	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	98	98	2.883.684	2.935.136	40.499	46.782
Fondi negoziali	39	39	1.969.771	1.950.552	30.421	34.792
Fondi aperti	59	59	913.913	984.584	10.078	11.990
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	361	330	662.162	654.627	28.530	29.312
Piani individuali pensionistici	76	81	2.329.651	2.639.148	16.086	19.513
<b>Totale</b>	<b>535</b>	<b>509</b>	<b>5.828.727</b>	<b>6.203.763</b>	<b>85.115</b>	<b>95.607</b>

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

(1) I dati relativi ai piani individuali pensionistici e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al D.lgs. 252/2005. –

(2) I dati includono FondInps. Il totale è al lordo di possibili duplicazioni, ad eccezione di quelle dovute ai soggetti iscritti contemporaneamente ai PIP adeguati al D.lgs. 252/2005 e ai restanti piani individuali pensionistici. Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati. – (3) I dati includono il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. I dati relativi ai fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 includono i fondi autonomi e quelli interni di cui si ha la composizione di portafoglio degli attivi. –

(4) Dati provvisori.

Lo scorso anno il numero degli aderenti al complesso delle forme pensionistiche complementari è aumentato del 6 per cento, a 6,2 milioni (tav. 17.7). Gli iscritti ai fondi aperti e ai PIP sono saliti, rispettivamente dell'8 e del 13 per cento, mentre quelli dei fondi negoziali si sono ridotti dell'1 per cento. I fondi aperti e i PIP hanno beneficiato dell'aumento della raccolta effettuata attraverso le agenzie e gli sportelli bancari. Il rapporto tra gli iscritti e il totale della forza lavoro è passato dal 22,7 al 24,3 per cento. Ha tuttavia continuato ad aumentare il numero degli iscritti che hanno sospeso le proprie contribuzioni.

La dimensione dei fondi pensione italiani rimane contenuta, sia per il limitato sviluppo della previdenza complementare sia per la elevata frammentazione dell'offerta. Il patrimonio medio dei comparti era pari a 305 milioni di euro per i fondi negoziali, a 46 per i fondi aperti e a 90 per i PIP.

*Il rendimento e i costi.* – Nel 2013 i rendimenti dei fondi pensione, al netto delle commissioni di gestione e degli oneri fiscali, sono stati positivi, grazie all'andamento dei prezzi delle attività finanziarie. Secondo i dati diffusi dalla Covip, il rendimento medio (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) è stato pari al 5,4 per cento per i fondi negoziali e all'8,1 per quelli aperti. I PIP hanno registrato un rendimento del 12,2 per cento per i prodotti unit-linked e del 3,6 per cento per quelli relativi alle gestioni separate.

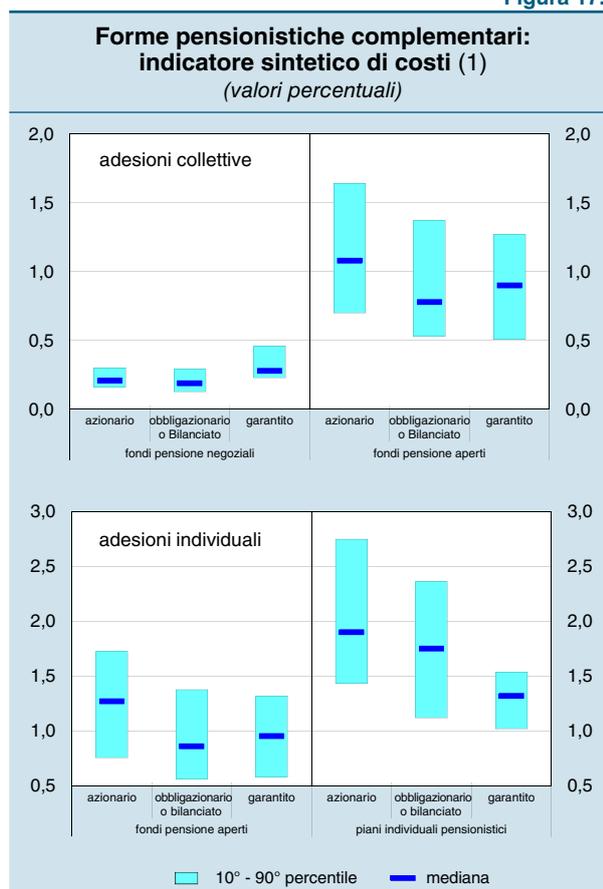
*I rendimenti sono stati positivi per tutte le principali linee di investimento offerte dai fondi pensione. Guadagni superiori al 5 e al 10 per cento si sono osservati, rispettivamente, nelle linee bilanciate e in quelle che investono prevalentemente in titoli azionari; i comparti monetari e obbligazionari hanno registrato rendimenti inferiori all'1 per cento. Il valore delle quote nei comparti garantiti è aumentato in media del 3 per cento per i fondi negoziali e del 2 per cento per quelli aperti.*

Negli ultimi 15 anni i fondi pensione negoziali hanno registrato un rendimento medio annuo del 3,4 per cento, quelli aperti del 2,8; nello stesso periodo il trattamento di fine rapporto (TFR) si è rivalutato in media, al netto dell'imposta sostitutiva, del 2,7 per cento l'anno.

I costi gravanti sui sottoscrittori sono rimasti pressoché invariati. Su un orizzonte di investimento di 35 anni l'indicatore sintetico di costo (ISC), che misura la riduzione del rendimento percentuale annuo a fronte del complesso dei costi gravanti sul sottoscrittore (ad eccezione delle commissioni di incentivazione), è pari in media allo 0,2 per cento per i fondi negoziali; sale all'1,0 per quelli aperti e all'1,6 per i PIP (fig. 17.3).

*Gli investimenti.* – Alla fine del 2013, oltre la metà del portafoglio dei fondi pensione era investito in titoli di Stato (55 per cento). Le percentuali di obbligazioni societarie e azioni erano,

Figura 17.3



rispettivamente, pari all'11 e al 19 per cento; i fondi comuni erano pari al 15 per cento. La restante parte era investita in strumenti monetari e altre attività finanziarie (tavv. 17.3 e 17.8).

**Tavola 17.8**

<b>Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1)</b> (valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)								
VOCI	2012				2013 (2)			
	Fondi pensione		Enti di previdenza (5)	Fondi pensione		Enti di previdenza (5)		
	Istituiti prima della riforma del 1993 (3)	Istituiti dopo la riforma del 1993 (4)		Istituiti prima della riforma del 1993 (3)	Istituiti dopo la riforma del 1993 (4)			
Liquidità	4.024	2.031	1.993	6.379	3.754	1.908	1.846	6.143
Portafoglio titoli	59.337	20.986	38.351	34.243	66.841	22.169	44.672	36.926
Obbligazioni	40.099	13.897	26.202	14.665	44.340	14.411	29.929	16.019
Azioni	9.996	2.848	7.148	1.997	12.490	3.689	8.802	2.465
Quote di fondi comuni	9.242	4.241	5.001	17.581	10.010	4.069	5.941	18.442
Mutui e altre attività finanziarie	3.141	2.986	155	7.676	3.084	2.820	264	9.766
Immobili	2.527	2.527	–	12.837	2.415	2.415	–	12.268
<b>Totale attività</b>	<b>69.029</b>	<b>28.530</b>	<b>40.499</b>	<b>61.135</b>	<b>76.094</b>	<b>29.312</b>	<b>46.782</b>	<b>65.103</b>

Fonte: elaborazioni su dati ADEPP, Banca d'Italia, Covip.  
 (1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) I dati includono i fondi autonomi e quelli interni di cui si hanno informazioni sulla composizione degli attivi. – (4) È incluso il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (5) Dati riferiti agli enti iscritti all'ADEPP. Le altre attività finanziarie includono le gestioni patrimoniali. Per il 2013, dati stimati.

Rispetto ai paesi dove la previdenza complementare è più sviluppata, il portafoglio dei fondi pensione italiani è caratterizzato da una minore esposizione ai titoli del settore privato. Ciò è in parte riconducibile alla ridotta dimensione media dei fondi, che non consente il pieno sfruttamento delle economie di scala proprie dell'attività di investimento e l'adozione di adeguate soluzioni organizzative per il controllo e la gestione dei rischi.

*Sulla base di dati di fonte BCE, alla fine del 2013 i fondi pensione spagnoli investivano una quota preponderante dell'attivo in strumenti obbligazionari (circa il 55 per cento); in Germania e nei Paesi Bassi la maggior parte dell'attivo era invece investita in quote di fondi comuni (il 41 e il 53 per cento rispettivamente). L'investimento diretto in azioni rappresentava una quota relativamente elevata in Spagna (19 per cento), più contenuta nei Paesi Bassi e in Germania (il 12 e il 3 per cento rispettivamente).*

Sulla base di dati Mefop circa l'80 per cento dei fondi pensione aperti e dei PIP e il 30 per cento dei fondi negoziali prevede la possibilità per i propri iscritti di suddividere il flusso contributivo tra i comparti offerti. Questa opportunità da un lato consente al risparmiatore di conseguire un'allocazione del portafoglio più aderente alle proprie esigenze, dall'altro richiede la capacità di compiere scelte finanziarie relativamente complesse. Sulla base dei dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF) condotta dalla Banca d'Italia relativa al 2012, risulta che solo il 25 per cento degli iscritti a una forma di previdenza complementare suddivideva il proprio risparmio pensionistico tra i comparti offerti dal fondo pensione.

*Gli enti di previdenza privati.* – Secondo dati forniti dall’associazione di categoria (ADEPP) e relativi a 19 enti, nel 2012 la raccolta netta delle Casse (enti che erogano prestazioni di previdenza obbligatoria in prevalenza a liberi professionisti) è stata pari a 2,5 miliardi, a fronte di entrate contributive per 6,3 miliardi e di prestazioni per 3,8 miliardi. Il numero degli iscritti è rimasto stabile a 1,4 milioni. Il patrimonio complessivo degli enti era di 61 miliardi, pari al 3,9 per cento del PIL. Quasi un terzo del patrimonio era investito in attività immobiliari, la restante parte in titoli e altre attività finanziarie. La quota di titoli di Stato nel portafoglio era pari al 15 per cento; quelle di fondi comuni non immobiliari, obbligazioni societarie e azioni erano, rispettivamente, il 18, il 9 e il 3 per cento.

# **IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA**



## 18. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Il bilancio della Banca d'Italia è costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa. Gli schemi ufficiali sono redatti in unità di euro, le tavole di nota integrativa in migliaia di euro. Il bilancio è corredato dalla relazione sulla gestione.

Nel mese di febbraio i dati di situazione patrimoniale dell'Istituto sono inviati alla Banca centrale europea ai fini del consolidamento dei conti delle banche centrali dell'Eurosistema.

Il progetto di bilancio è trasmesso al Ministero dell'Economia e delle finanze ai sensi dell'art. 117 del RD 28 aprile 1910, n. 204 (Testo unico delle leggi sull'Istituto di emissione).

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. 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

### *Il nuovo Statuto della Banca d'Italia*

Il decreto legge 30 novembre 2013, n. 133, convertito con modificazioni dalla legge 29 gennaio 2014, n. 5 ha introdotto nuove disposizioni in materia di assetto proprietario della Banca d'Italia e ha autorizzato l'Istituto ad aumentare il capitale sociale a 7,5 miliardi di euro mediante utilizzo delle riserve statutarie. L'Assemblea straordinaria dei Partecipanti del 23 dicembre 2013 ha deliberato le modifiche allo Statuto e l'aumento del capitale sociale tenendo conto delle disposizioni contenute nel decreto legge. Il nuovo testo statutario è stato approvato con decreto del Presidente della Repubblica del 27 dicembre 2013 ed è entrato in vigore il 31 dicembre 2013.

Le principali modifiche hanno riguardato i diritti patrimoniali ed economici dei Partecipanti, i soggetti legittimati a detenere le quote del capitale della Banca, l'introduzione di un limite individuale al possesso delle stesse, la sterilizzazione dei diritti di governance ed economici per la parte di capitale detenuta in eccesso e, al fine di favorire il rispetto del limite, la facoltà per la Banca d'Italia di acquistare tali quote in via temporanea.

La riforma ha inoltre modificato i parametri per la determinazione della remunerazione annuale dei Partecipanti che ora deriva esclusivamente dagli utili netti e non può superare il 6 per cento del capitale; rispetto alla precedente disciplina è stata eliminata la possibilità di corrispondere una remunerazione aggiuntiva ai Partecipanti a valere sui frutti degli investimenti a fronte delle riserve statutarie. È stata anche abrogata la norma, di cui all'art. 40 del precedente Statuto, che prevedeva l'attribuzione alle riserve statutarie dei frutti derivanti dall'investimento delle stesse.

### *Sintesi delle risultanze di bilancio*

L'utile netto del 2013 è stato pari a 3.035 milioni. Nel 2012 l'utile netto era stato di 2.501 milioni e non comprendeva il rendimento degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria, pari a 478 milioni che, come previsto dalle precedenti norme statutarie, era attribuito direttamente a incremento delle stesse (cfr. *Il nuovo Statuto della Banca d'Italia*). Il risultato lordo prima dell'accantonamento al fondo rischi generali e delle imposte è stato pari a 6.862 milioni nel 2013 (7.551 nel 2012, importo che per esigenze di comparazione include il sopra richiamato rendimento degli investimenti delle riserve).

La dimensione e la composizione delle poste di bilancio hanno riflesso principalmente l'andamento degli interventi non convenzionali di politica monetaria attivati dall'Eurosistema nella fase più acuta della crisi finanziaria.

Il totale di bilancio alla fine del 2013 è stato pari a 554.399 milioni, inferiore di 55.574 milioni rispetto a quello del 2012 (tav. 18.1).

Tavola 18.1

Principali aggregati di stato patrimoniale (1)										
(milioni di euro)										
VOCI	31.12.2013	Peso in %	31.12.2012	Peso in %	31.12.2011	Peso in %	31.12.2010	Peso in %	31.12.2009	Peso in %
Oro	68.677	12,4	99.417	16,3	95.924	17,8	83.197	25,0	60.410	20,1
Attività in valuta estera	37.720	6,8	41.185	6,7	40.911	7,6	37.789	11,3	33.440	11,1
Rifinanziamento a istituzioni creditizie	235.869	42,5	271.784	44,6	209.995	39,0	47.635	14,3	27.156	9,0
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	37.572	6,8	44.525	7,3	43.056	8,0	18.079	5,4	5.015	1,7
Portafoglio attività finanziarie	140.289	25,3	128.601	21,1	129.455	24,0	123.047	37,0	99.432	33,0
Posizione intra Eurosystema	20.086	3,6	10.804	1,8	7.199	1,3	10.898	3,3	62.475	20,7
Altre attività	14.186	2,6	13.657	2,2	12.438	2,3	12.316	3,7	13.328	4,4
<b>Totale attivo</b>	<b>554.399</b>		<b>609.973</b>		<b>538.978</b>		<b>332.961</b>		<b>301.256</b>	
Banconote in circolazione	157.541	28,4	149.948	24,6	146.010	27,1	138.324	41,5	132.840	44,1
Passività verso istituzioni creditizie	20.789	3,7	27.665	4,5	33.878	6,3	22.741	6,8	34.313	11,4
Depositi della Pubblica amministrazione	27.117	4,9	33.802	5,5	23.529	4,4	42.488	12,8	31.027	10,3
Posizione intra Eurosystema	228.382	41,2	253.799	41,6	198.453	36,8	7.093	2,1	10.358	3,4
Passività in valuta estera	7.758	1,4	8.047	1,3	8.355	1,5	8.236	2,5	7.580	2,5
Altre passività	8.697	1,6	3.386	0,6	4.652	0,9	4.958	1,5	2.621	0,9
Fondi per rischi e oneri	23.351	4,2	21.317	3,5	18.223	3,4	16.913	5,1	15.802	5,3
Conti di rivalutazione	54.191	9,8	86.900	14,3	83.004	15,4	70.206	21,1	44.968	14,9
Capitale, riserve e utile netto	26.573	4,8	25.109	4,1	22.874	4,2	22.002	6,6	21.747	7,2
<b>Totale passivo</b>	<b>554.399</b>		<b>609.973</b>		<b>538.978</b>		<b>332.961</b>		<b>301.256</b>	
Principali aggregati di conto economico (2)										
(milioni di euro)										
VOCI	2013	2012	2011	2010	2009					
Margine di interesse	6.728	6.962	4.832	4.152	3.893					
Redistribuzione del reddito monetario	557	1.315	590	613	692					
Rendite da azioni e partecipazioni	552	352	409	534	439					
Risultati da negoziazione	1.095	758	522	426	571					
Svalutazioni	-357	-71	-664	-271	-102					
Altre rendite nette	102	73	119	57	131					
Costi operativi e altre spese	-1.815	-1.838	-1.862	-1.921	-2.005					
<b>Risultato lordo</b>	<b>6.862</b>	<b>7.551</b>	<b>3.946</b>	<b>3.590</b>	<b>3.619</b>					
Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (ex art. 40 del precedente Statuto)	-	-478	-316	-463	-445					
Accantonamento al fondo rischi generali	-2.183	-2.645	-1.400	-1.350	-700					
Imposte su reddito dell'esercizio e sulle attività produttive	-1.644	-1.927	-1.101	-925	-805					
<b>Utile netto</b>	<b>3.035</b>	<b>2.501</b>	<b>1.129</b>	<b>852</b>	<b>1.669</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 verso istituzioni creditizie* includono quelle relative alle operazioni di politica monetaria (voce 2 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) Ai fini della comparabilità, i dati degli esercizi precedenti sono stati riclassificati per tenere conto della modifica statutaria che ha eliminato l'attribuzione alle riserve ordinaria e straordinaria del rendimento prodotto nell'esercizio dagli investimenti delle riserve stesse. Lo schema è riclassificato come segue: il *Margine di interesse* include gli interessi attivi e passivi delle voci 1 e 6.1 del conto economico. Le *Rendite da azioni e partecipazioni* comprendono i dividendi e i proventi relativi agli *exchange-traded funds* (ETF) e alle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), voci 4, 6.2 e 6.4. I *Risultati da negoziazione* e le *Svalutazioni* includono proventi e oneri delle voci 2.1, 2.2, 6.3 e 6.4. Le *Altre rendite nette* includono gli importi delle voci 3, 7, 8 e 12. I *Costi operativi e altre spese* includono gli oneri della voce 10 mentre l'*Accantonamento al fondo rischi generali* si riferisce agli accantonamenti della voce 2.3.

Nell'attivo, le operazioni di rifinanziamento, pur mantenendosi ancora a livelli elevati, sono complessivamente diminuite di 35.915 milioni. In particolare si sono ridotte quelle a più lungo termine, principalmente per effetto di rimborsi anticipati sulle due operazioni a tre anni effettuate tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012. Alla contrazione dell'attivo hanno contribuito anche i rimborsi dei titoli del portafoglio detenuto per finalità di politica monetaria (-6.953 milioni).

Alla fine del 2013 la quota complessiva delle operazioni di politica monetaria sul totale di bilancio della Banca era pari al 49 per cento (52 per cento alla fine del 2012).

Alla riduzione dell'attivo ha inoltre contribuito la diminuzione del valore delle riserve auree (-30.740 milioni), determinata esclusivamente dalla minore quotazione del metallo.

In senso opposto hanno inciso l'aumento del portafoglio di attività finanziarie (+11.688 milioni), rappresentate principalmente da strumenti denominati in euro, e l'aumento della posizione netta nei confronti dell'Eurosistema (+9.282 milioni), riconducibile ai maggiori crediti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro.

Nel passivo, si è registrata una consistente riduzione del saldo debitorio della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, compreso nella posizione intra Eurosistema (-25.417 milioni). Alla fine del 2013 la posizione ammontava a 228.382 milioni, pari al 41 per cento del totale del passivo (42 per cento alla fine del 2012).

Oltre alla riduzione del debito legato all'operatività di TARGET2 sono diminuiti i conti di rivalutazione (-32.709 milioni), per la flessione del valore dell'oro e delle attività in valuta estera, i depositi delle istituzioni creditizie (-6.876 milioni) e quelli della Pubblica amministrazione (-6.685 milioni). Sono aumentati la quota di circolazione di pertinenza della Banca (+7.593 milioni) e i fondi patrimoniali (+3.113 milioni) considerando anche il fondo rischi generali.

Le modifiche della composizione delle attività e delle passività si sono riflesse, unitamente all'andamento dei tassi di interesse, sul conto economico dell'Istituto.

È diminuito da 1.315 a 557 milioni il risultato della redistribuzione del reddito monetario a favore della Banca, riflettendo la contrazione del reddito monetario che si è determinata per l'intero Eurosistema.

Sul risultato lordo hanno inciso negativamente le maggiori svalutazioni per 286 milioni, derivanti principalmente dal deprezzamento delle attività in valuta estera. Inoltre si è ridotto il margine di interesse di 234 milioni, soprattutto per la contrazione degli interessi attivi connessa con la minore consistenza media del portafoglio dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP). La riduzione degli interessi attivi sulle operazioni di rifinanziamento è stata più che compensata da quella degli interessi passivi sui saldi intra SEBC.

Hanno invece inciso in senso positivo: (a) l'incremento dei risultati da negoziazione per 337 milioni, determinato dalla vendita di titoli azionari; (b) i maggiori dividendi da partecipazioni per 200 milioni, dovuti all'aumento di quelli riconosciuti dalla BCE anche a valere sul risultato del 2012.

I costi operativi e le altre spese si sono ridotti di 23 milioni, in linea con l'andamento decrescente osservato negli ultimi anni per effetto delle iniziative volte al miglioramento dell'efficienza aziendale. In particolare, sono diminuiti i costi per il personale

(-8 milioni), i costi per pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte (-6 milioni), gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza (-3 milioni) e gli ammortamenti (-3 milioni).

Il fondo rischi generali, deputato a fronteggiare la complessiva rischiosità della Banca, è stato alimentato per 2.183 milioni attestandosi alla fine del 2013 a 15.374 milioni (13.191 nel 2012).

L'ammontare delle imposte di competenza si è ragguagliato a 1.644 milioni (1.927 milioni nel 2012).

A valere sull'utile netto di 3.035 milioni, una volta operati gli accantonamenti alle riserve statutarie e assegnato il dividendo ai partecipanti, è stato riconosciuto allo Stato l'importo di 1.896 milioni. Alle riserve ordinaria e straordinaria sono stati attribuiti complessivamente 759 milioni; ai partecipanti è stato riconosciuto un dividendo di 380 milioni (cfr. *Proposte del Consiglio superiore*).

### *Eventi successivi alla chiusura del bilancio*

A partire dal 1° gennaio 2014, in seguito all'adeguamento quinquennale e all'ingresso della Lettonia 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 17,91 al 17,59 per cento. Tale percentuale è utilizzata per regolare i rapporti finanziari tra la Banca e le altre banche centrali dell'Eurosistema, come nel caso della distribuzione dell'utile netto della BCE.

Con decorrenza giuridica dal 1° gennaio 2014 è stato conferito alla Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa (SIDIEF), società interamente partecipata, il patrimonio immobiliare a reddito costituito da edifici a destinazione prevalentemente residenziale, con l'obiettivo di produrre una maggiore dinamicità e flessibilità nella relativa gestione.

A maggio del 2014 è stato raggiunto un accordo con una cordata di imprenditori e investitori istituzionali, per la cessione della partecipazione di controllo nel capitale della Bonifiche Ferraresi spa. L'intesa prevede il trasferimento del 60,37 per cento del capitale della società al prezzo di 30,50 euro per azione, al netto del dividendo 2014, a una società veicolo che sarà costituita dai partecipanti alla cordata; il corrispettivo sarà pari a circa 104 milioni. La Banca d'Italia manterrà, per finalità esclusivamente di investimento finanziario, una partecipazione in Bonifiche Ferraresi spa inferiore al 2 per cento. L'operazione è condizionata all'esito della *due diligence* che sarà condotta sulla società e al perfezionamento dei contratti di finanziamento funzionali all'OPA obbligatoria che sarà lanciata sulle altre azioni Bonifiche Ferraresi spa in circolazione.

Alla fine dello scorso aprile i tassi di cambio della sterlina inglese, dello yen e del dollaro australiano nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente a 0,823, 142,07 e 1,4947 con un apprezzamento rispetto ai valori della fine del 2013 (pari a 0,8337, 144,72 e 1,5423). Il cambio del dollaro statunitense, pari a 1,385, è rimasto sostanzialmente in linea con i valori della fine del 2013 (1,3791).

## *Operazioni di politica monetaria*

Anche nel 2013 tutte le aste di politica monetaria sono state condotte a tasso fisso e con piena aggiudicazione dei fondi richiesti. Secondo quanto annunciato a novembre del 2013 dal Consiglio direttivo della BCE, questo sistema sarà mantenuto fino a quando ritenuto necessario e almeno fino a luglio del 2015.

In due occasioni, nei mesi di maggio e di novembre, il Consiglio direttivo ha ridotto i tassi di politica monetaria. Alla fine dell'anno il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale si attestavano su valori minimi pari, rispettivamente, allo 0,25 e allo 0,75 per cento. Il tasso sui depositi overnight è stato mantenuto invariato a zero.

Nel mese di luglio per la prima volta il Consiglio direttivo ha fornito indicazioni prospettiche sulle decisioni in materia di tassi (*forward guidance*), dichiarando l'aspettativa di mantenere i tassi ufficiali su livelli pari o inferiori a quelli attuali per un periodo di tempo prolungato, in considerazione delle prospettive di bassa inflazione, della debolezza generalizzata dell'economia e della crescita monetaria contenuta. Tale previsione è stata ripetuta nelle successive riunioni.

Il 10 ottobre 2013 la BCE ha reso noto di aver siglato con la Banca centrale cinese un accordo bilaterale di scambio di liquidità nelle reciproche valute. L'accordo avrà una validità di tre anni per un ammontare massimo di 350 miliardi di renminbi e consentirà di fornire liquidità a breve termine a tutte le controparti dell'Eurosistema attraverso le banche centrali nazionali (BCN).

Nel corso del 2013 il volume dei fondi concessi dall'Eurosistema mediante operazioni di rifinanziamento è sceso da 1.126 a 752 miliardi; la tendenza alla riduzione è proseguita nei primi mesi del 2014.

Si è ridotta anche la scadenza media delle operazioni, in relazione alla possibilità data alle controparti di politica monetaria dell'area dell'euro, dal gennaio 2013, di rimborsare anche parzialmente gli importi ricevuti nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento a tre anni condotte tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 (per un ammontare complessivo pari a 1.019 miliardi, 255 a livello nazionale). In relazione ai rimborsi per 474 miliardi a livello di Eurosistema (63 a livello nazionale), il peso delle operazioni a più lungo termine è sceso al 78 per cento alla fine del 2013, dal 92 per cento di un anno prima.

Sono diminuite anche le operazioni di rifinanziamento marginale condotte dall'Eurosistema.

L'esposizione complessiva dell'Istituto nei confronti delle controparti finanziate si è attestata alla fine del 2013 su 236 miliardi, circa 36 in meno rispetto alla fine del 2012. La riduzione è stata proporzionalmente inferiore a quella registrata per altri sistemi bancari dell'area dell'euro; conseguentemente la quota dei fondi detenuti dalle controparti italiane sul totale dell'area è salita dal 24 al 31 per cento.

Anche per effetto dei rimborsi anticipati delle aste triennali l'ammontare dei depositi detenuti dalle istituzioni creditizie presso le BCN è progressivamente diminuito a livello sia nazionale sia di Eurosistema.

Il 17 dicembre 2013, così come stabilito dal Consiglio direttivo della BCE, l'Istituto, al pari delle altre banche centrali dell'area dell'euro, ha aderito a un'operazione di *buy-back* da parte del governo irlandese che ha riacquistato un titolo governativo detenuto dall'Eurosistema nel portafoglio SMP per un ammontare totale di 3,6 miliardi. La Banca d'Italia ha venduto l'intero ammontare dei titoli in possesso per un valore nominale pari a 457 milioni.

Per quanto riguarda gli acquisti di titoli per finalità di politica monetaria, anche nel 2013 non è stato attivato il programma Outright Monetary Transactions (OMT), le cui caratteristiche operative furono definite dal Consiglio direttivo nel settembre del 2012 con l'obiettivo di ridurre le tensioni sui mercati dei titoli di stato e salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'SMP e il secondo programma di acquisto di covered bond (Covered Bond Purchase Programme, CBPP2) sono terminati nel 2012, mentre il primo CBPP si era concluso nel 2010. La variazione nel portafoglio detenuto dalla Banca è riconducibile ai rimborsi a scadenza e al citato riacquisto di titoli da parte del governo irlandese.

Tavola 18.2

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (milioni di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	
Titoli di Stato (SMP)	28.621	33.599	
Covered bond (1° programma)	6.693	8.455	
Covered bond (2° programma)	2.258	2.471	
<b>Totale</b>	<b>37.572</b>	<b>44.525</b>	

Conformemente alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE, i titoli connessi con i due programmi per l'acquisto di obbligazioni garantite e con l'SMP sono stati classificati come detenuti sino alla scadenza e quindi valutati al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*.

Le verifiche di fine esercizio effettuate su tali titoli a livello di 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 salvaguardarne la 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 18.3, sono comprese le riserve ufficiali e le altre attività in valuta detenute dalla Banca verso residenti nell'area dell'euro al netto delle passività in valuta.

Al 31 dicembre 2013 il controvalore in euro dell'oro e delle attività nette in valuta era pari a 98,6 miliardi (132,6 miliardi nel 2012). La variazione è da ascrivere principalmente al deprezzamento dell'oro (30,92 per cento, per una diminuzione del valore delle consistenze, immutate nella quantità, di 30,7 miliardi). La flessione delle attività nette in valuta riflette l'andamento complessivo dei cambi e le minori operazioni temporanee effettuate nell'ambito del programma di rifinanziamento in dollari oggetto di uno specifico accordo fra la BCE e la Riserva federale. Nel 2013 è stata avviata la gestione di un nuovo portafoglio denominato in dollari australiani ed è stata affidata a intermediari specializzati esterni la gestione di portafogli, di dimensioni relativamente ridotte, in euro e in dollari, investiti in titoli obbligazionari emessi da società private.

**Tavola 18.3**

<b>Oro e attività nette in valuta (1)</b> (milioni di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	
Oro	68.677	99.417	
Dollari statunitensi	16.932 (2)	19.780	
Sterline inglesi	3.045	3.106	
Yen giapponesi	4.200	5.212	
Dollari australiani	1.246	1	
Altre valute	5	6	
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	4.534	5.034	
<b>Totale</b>	<b>98.639</b>	<b>132.556</b>	

(1) Sono valutati ai cambi e ai prezzi di mercato. Non sono incluse le attività finanziarie (ETF e quote di OICR) denominate in valuta estera detenute a fronte delle riserve ordinaria e straordinaria e degli accantonamenti patrimoniali, in quanto costituiscono una posizione in valuta separata. – (2) Include operazioni temporanee di rifinanziamento in dollari per 73 milioni (2.088 nel 2012), poste in essere nell'ambito di un accordo tra la BCE e la Riserva federale finalizzato all'offerta di liquidità a breve in dollari al sistema bancario.

Alla fine del 2013 fra le attività nette in valuta – esclusi i diritti speciali di prelievo (DSP) e gli importi riferibili alle operazioni temporanee di rifinanziamento in dollari – si riscontrava, rispetto all'anno precedente, un minor peso degli investimenti in dollari (dal 68 al 66,5 per cento) e in yen (dal 20 al 16,6 per cento), una sostanziale stabilità dell'incidenza di quelli in sterline (12 per cento) e un aumento di quelli in dollari australiani (4,9 per cento nel 2013).

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario nel quale sono compresi, tra l'altro, gli investimenti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP). Nel rispetto del divieto di finanziamento monetario agli Stati membri e alle istituzioni pubbliche dell'area dell'euro, non vengono acquistati titoli della specie all'emissione. Sono esclusi investimenti in azioni bancarie e assicurative.

Tavola 18.4

Composizione del portafoglio finanziario (milioni di euro)		
VOCI	31.12.2013	31.12.2012
Titoli di Stato	117.380	116.698
Azioni e partecipazioni	6.246	5.304
Altre obbligazioni	2.953	1.040
ETF e quote di OICR	3.302	2.658
<b>Totale</b>	<b>129.881</b>	<b>125.700</b>

Alla fine dello scorso anno il valore di bilancio del portafoglio era di 129,9 miliardi (125,7 miliardi nel 2012). Nel portafoglio figuravano principalmente strumenti obbligazionari, in particolare titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro; la componente azionaria era costituita in massima parte da titoli quotati nell'area. Nel corso del 2013 è proseguita l'attività di ribilanciamento del portafoglio azionario quotato italiano, con l'obiettivo di aumentarne la diversificazione, allinearne progressivamente la composizione al benchmark di mercato e migliorare il profilo rischio/rendimento.

Gran parte del portafoglio finanziario (86 per cento) è iscritto nel comparto dei titoli detenuti sino alla scadenza e quindi è valutato al costo ammortizzato, soggetto a *impairment*. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato della fine dell'anno, il valore del portafoglio sarebbe pari a 136,9 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 2013 erano iscritte nel bilancio della Banca attività/passività del Fondo per 299 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.*

## I rischi finanziari

*Operazioni di politica monetaria.* – Le BCN condividono con l'intero Eurosystema, in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE (chiave capitale), i rischi sui titoli acquistati nell'ambito dell'SMP e, in linea generale, quelli sulle operazioni di rifinanziamento.

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 stanziato, in caso di inadempienza delle controparti.

Le regole per la mitigazione e la gestione di questi rischi, fissate dall'Eurosistema, prevedono la definizione di criteri di idoneità delle controparti e di qualità creditizia

delle 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.

Anche nel 2013 la disciplina delle attività stanziabili per le operazioni di credito dell'Eurosistema ha puntato a espandere la disponibilità di collaterale, per soddisfare la richiesta di liquidità delle banche, e a contenere il rischio assunto dall'Eurosistema, rivedendo a tal fine le misure per il controllo dei rischi.

Il rischio assunto dall'Eurosistema si è modificato sia per la diminuzione del finanziamento in essere sia per la minore durata media dei finanziamenti, derivanti dall'esercizio dell'opzione di rimborso delle operazioni triennali.

*Riserve valutarie e portafoglio finanziario.* – La Banca d'Italia controlla in modo integrato i rischi finanziari (di mercato e di credito) riguardanti le operazioni di politica monetaria e le altre attività e passività finanziarie rappresentate, in particolare, dalle riserve valutarie e dal portafoglio finanziario. Sono inoltre presidiati i rischi di liquidità sulle riserve valutarie e i rischi operativi collegati alla complessiva attività dell'Istituto.

Per il controllo dei rischi complessivi è adottata una misura prudenziale di rischio che riflette la stima di possibili perdite caratterizzate da bassa probabilità, ma con alto impatto patrimoniale (*expected shortfall*).

I rischi sulle riserve valutarie e sul portafoglio finanziario derivano in primo luogo dalle oscillazioni dei prezzi dell'oro, delle valute e delle azioni, nonché da quelle dei tassi di interesse nei singoli mercati.

Oltre che sull'intera esposizione al rischio della Banca, sono anche effettuati controlli sulle singole posizioni, compresa la componente detenuta sino alla scadenza. Per la misurazione e il monitoraggio dei rischi di mercato sono utilizzati diversi indicatori. Per la componente obbligazionaria è inoltre monitorata la durata finanziaria. Inoltre, separatamente per le varie classi di attività finanziarie e per i vari segmenti, si stima la perdita massima potenziale mediante l'indicatore di Value at risk (VaR), sia di breve sia di lungo periodo.

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 rischio di credito è tenuto sotto controllo anche attraverso una rigorosa selezione degli strumenti di investimento, dei relativi emittenti e delle controparti; sono inoltre fissati limiti di esposizione, sia di comparto sia individuali, monitorati quotidianamente.

La liquidità degli strumenti finanziari oggetto di investimento è di norma molto elevata. Per le riserve valutarie, in particolare, il rischio di liquidità è presidiato adottando criteri molto prudenziali 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 nonché limitando la durata finanziaria dei portafogli.

Alla fine del 2013 la rischiosità complessivamente connessa con l'oro, le riserve valutarie e il portafoglio finanziario era valutata in flessione rispetto a quella della fine del 2012. 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, mentre si è ridotta per i titoli indicizzati all'inflazione dell'area

dell'euro e per il portafoglio costituito da titoli sovranazionali. Nello stesso periodo è diminuita anche la durata finanziaria delle riserve valutarie per i dollari e per le sterline, mentre è aumentata per gli yen.

### *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.

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 della Banca d'Italia 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 messe in circolazione dall'Istituto era pari a 144,7 miliardi di euro (15,1 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con una diminuzione dell'1 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2012 (146,3 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 157,5 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema convenzionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,5 per cento).

La Banca contribuisce a soddisfare la domanda di banconote in euro e partecipa attivamente allo sviluppo della nuova serie; concorre, inoltre, alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto alle contraffazioni.

Nel 2013 l'impegno produttivo per lo stabilimento della Banca è stato particolarmente rilevante. Sono stati realizzati, tra prima e seconda serie, 1,36 miliardi banconote (1,14 nel 2012), il risultato produttivo più elevato dall'introduzione della moneta unica nel 2002. A tale attività si sono aggiunte quelle connesse con lo sviluppo dei nuovi tagli e con la funzione di R&D Main Test-print Center svolta per conto dell'Eurosistema, finalizzata alla sperimentazione di soluzioni tecniche innovative nel campo della produzione di banconote. Nel 2014 la produzione continuerà a mantenersi su livelli elevati; dal 2015, secondo le previsioni fornite dalla BCE, lo sforzo produttivo per il lancio della seconda serie andrà a ridursi, collocando il fabbisogno dell'Eurosistema su volumi più contenuti.

Anche nel 2013 i maggiori investimenti hanno riguardato l'adeguamento alla seconda serie di banconote in euro del ciclo produttivo e delle attività di controllo della qualità, con particolare riguardo alle nuove caratteristiche di sicurezza.

Nell'anno le Filiali hanno immesso in circolazione 2,8 miliardi di banconote, per un valore di 93 miliardi di euro. Il flusso di rientro ha, invece, riguardato 2,6 miliardi di banconote, pari a 94,7 miliardi di euro. Sono state verificate 2,6 miliardi di banconote e ritirate dalla circolazione 1,1 miliardi.

### *Le risorse umane, informatiche e logistiche*

*Le risorse umane.* – Al 31 dicembre 2013 il numero dei dipendenti era pari a 7.027, di cui 4.431 addetti all'Amministrazione centrale e 2.596 alle Filiali. I dirigenti e i funzionari rappresentavano, rispettivamente, l'8,6 e il 20,9 per cento del personale; l'età media era di 48,6 anni; il personale femminile era pari al 35,7 per cento dei dipendenti.

Rispetto al 2012 il personale è diminuito di 42 unità. I dipendenti neoassunti nell'anno sono stati 152, circa il 40 per cento dei quali in possesso di titolo universitario. Le cessazioni dal servizio sono state 194, registrando un ulteriore rallentamento della dinamica delle uscite per effetto del nuovo sistema previdenziale (-7 per cento rispetto al 2012, -59 per cento rispetto al 2011).

**Tavola 18.5**

<b>Composizione del personale</b>										
CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2013					Consistenze al 31.12.2012				
	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)	Uomini	Donne	Totale	Filiali	Ammini- strazione centrale (1)
Dirigenti	460	146	<b>606</b>	137	469	467	139	<b>606</b>	137	469
Funzionari	933	537	<b>1.470</b>	394	1.076	921	528	<b>1.449</b>	398	1.051
Coadiutori	804	525	<b>1.329</b>	492	837	791	526	<b>1.317</b>	485	832
Altro personale	2.324	1.298	<b>3.622</b>	1.573	2.049	2.380	1.317	<b>3.697</b>	1.614	2.083
<b>Totale</b>	<b>4.521</b>	<b>2.506</b>	<b>7.027</b>	<b>2.596</b>	<b>4.431</b>	<b>4.559</b>	<b>2.510</b>	<b>7.069</b>	<b>2.634</b>	<b>4.435</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 6.678 persone, pari al 95 per cento della compagine, quota che sale al 96 per cento considerando anche la formazione di base. Sono state erogate circa 203.600 ore di formazione, corrispondenti a circa 30,5 ore per partecipante (33,5 se si includono quelle di base).

*Le risorse informatiche e logistiche.* – L'ampio ricorso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione che caratterizza l'operato della Banca contribuisce ad assicurare innovazione, qualità e affidabilità ai servizi offerti alla collettività. Nel 2013 sono proseguite, nell'ambito del SEBC, le iniziative volte alla realizzazione della nuova piattaforma per il regolamento accentrato delle transazioni in titoli TARGET2-Securities, all'evoluzione del sistema TARGET2 e al potenziamento della rete tra le banche centrali (CoreNet). In ambito nazionale, sono stati compiuti ulteriori avanzamenti verso la partecipazione diretta dell'Istituto ai circuiti europei di pagamento al dettaglio. Nel settore della tesoreria dello Stato è stato completato il processo di dematerializzazione

dei documenti di entrata. In linea con le direttive dell'Eurosistema, allo scopo di assicurare un adeguato sostegno agli intermediari nella gestione della propria liquidità, sono stati eseguiti interventi connessi con l'ampliamento dell'insieme degli strumenti utilizzabili nelle operazioni di rifinanziamento.

Nel corso del 2014 proseguirà l'impegno nella realizzazione delle iniziative informatiche già avviate, in ambito sia europeo sia nazionale. È inoltre in fase di avvio il programma di rinnovamento tecnologico e funzionale della Centrale dei rischi. Continueranno le iniziative a sostegno dell'attività di contrasto al riciclaggio finalizzate, tra l'altro, al miglioramento degli scambi informativi con l'Autorità giudiziaria e con le unità di informazione finanziaria dei vari paesi in materia di operazioni sospette.

Nel campo immobiliare la Banca è impegnata ad assicurare la piena funzionalità e la sicurezza dei propri insediamenti, a preservare nel tempo il valore del patrimonio immobiliare, nonché a fornire il necessario supporto ai progetti di rinnovamento organizzativo.

Nel corso del 2013 si è accresciuto lo sforzo per assicurare la continuità di servizio (*business continuity*) delle funzioni "critiche" della Banca. Sono continuate inoltre le verifiche sull'adeguatezza sismica degli edifici, in collaborazione con il Dipartimento di Ingegneria strutturale e geotecnica dell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza".

### *Il controllo economico della gestione*

Il controllo della spesa si avvale anche dell'utilizzo di strumenti gestionali quali il bilancio di previsione degli impegni di spesa (budget) e la contabilità analitica. Quest'ultima si basa su principi concordati tra le BCN dell'Eurosistema con l'obiettivo di rendere comparabili i costi, favorire le valutazioni di efficienza relativa e contribuire alla definizione delle tariffe per i servizi offerti.

Il consuntivo degli impegni di spesa per beni e servizi dell'esercizio 2013 è risultato in linea con gli obiettivi di contenimento dei costi e di miglioramento della performance della Banca, in termini sia di efficienza sia di qualità dei servizi resi. I risparmi di spesa hanno riguardato sia le strutture dell'Amministrazione centrale sia la rete territoriale, composta dalle Filiali e dalle Delegazioni all'estero.

Ampliando l'orizzonte temporale di riferimento si osserva un costante trend di riduzione della spesa nel periodo 2009-2013: tale flessione è il risultato di investimenti tecnologici effettuati negli anni precedenti e accompagnati da una riduzione del personale (-8 per cento circa dal 2009) determinata da uscite solo parzialmente compensate da nuove assunzioni. Al miglioramento dell'efficienza hanno contribuito il contenimento del costo del lavoro e la razionalizzazione delle procedure di acquisto di beni e servizi.

### *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 e sul relativo piano annuale degli interventi.

Per le questioni di carattere legale, la Banca d'Italia si avvale di propri avvocati iscritti nell'elenco speciale annesso all'albo professionale. Il rischio fiscale e quello inerente all'attività di spesa sono presidiati da apposite strutture.

Al Collegio sindacale spetta il controllo sull'amministrazione della Banca per l'osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale, l'esame del bilancio e la verifica della regolare tenuta della contabilità.

### *Informazioni attinenti all'ambiente e alla sicurezza sul lavoro*

Con il Piano strategico 2011-13 la Banca ha rafforzato l'impegno in materia di responsabilità sociale, anche attraverso la riduzione dell'impatto delle proprie attività sull'ambiente. A tal fine sono state pianificate e realizzate una serie di iniziative: (a) l'acquisto dal 2013 di energia elettrica proveniente unicamente da fonti rinnovabili per tutti gli stabili istituzionali della Banca; (b) l'installazione presso lo stabilimento di produzione delle banconote di un impianto fotovoltaico per la produzione di energia elettrica; (c) la realizzazione di un progetto di ottimizzazione dei centri di elaborazione dati per ridurre i consumi energetici; (d) la dematerializzazione dei flussi documentali interni ed esterni; (e) l'inserimento di clausole ambientali e sociali nell'ambito delle principali procedure di gara per l'acquisizione di beni e servizi.

L'efficacia delle iniziative realizzate e l'impronta ecologica della Banca sono monitorate attraverso specifici indicatori quantitativi compendati con cadenza annuale nel Rapporto ambientale, disponibile sul sito internet dell'Istituto.

Nel 2014 saranno realizzate ulteriori azioni dirette a conseguire un uso ancora più efficiente dell'energia e a promuovere l'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili.

Per quanto attiene alle iniziative di valenza sociale, nel 2013 è proseguito il progetto per agevolare l'accesso degli utenti diversamente abili alle Filiali della Banca aperte al pubblico.

La salute e la sicurezza dei lavoratori è tutelata anche con un'intensa attività di formazione del personale, in linea con quanto previsto in materia dall'accordo emanato dalla Conferenza permanente Stato-Regioni nel dicembre 2011.

**STATO PATRIMONIALE  
E CONTO ECONOMICO  
al 31 dicembre 2013**

## STATO PATRIMONIALE

ATTIVO	NOTE	Importi in unità di euro	
		31.12.2013	31.12.2012
<b>1 ORO E CREDITI IN ORO</b>	[1]	<b>68.677.223.308</b>	<b>99.417.221.610</b>
<b>2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>36.833.904.316</b>	<b>38.282.563.781</b>
2.1 crediti verso l'FMI		11.888.283.997	12.699.771.877
2.2 titoli		23.108.784.786	24.270.672.007
2.3 conti correnti e depositi		1.378.219.855	768.929.570
2.4 operazioni temporanee		454.665.413	538.310.210
2.5 altre attività		3.950.265	4.880.117
<b>3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>885.693.946</b>	<b>2.902.815.448</b>
3.1 controparti finanziarie		885.693.946	2.902.815.448
3.1.1 titoli		263.573.477	180.029.434
3.1.2 operazioni temporanee		72.511.058	2.088.070.335
3.1.3 altre attività		549.609.411	634.715.679
3.2 pubbliche amministrazioni		-	-
3.3 altre controparti		-	-
<b>4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>1.405.092.784</b>	<b>629.205.358</b>
4.1 crediti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	-
4.2 titoli	[4]	1.405.057.331	629.205.358
4.3 altri crediti		35.453	-
<b>5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>235.869.200.000</b>	<b>271.783.800.000</b>
5.1 operazioni di rifinanziamento principali		22.160.000.000	3.488.000.000
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine		213.709.200.000	268.295.800.000
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>9.030.360.601</b>	<b>1.539.972.286</b>
<b>7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>		<b>111.529.531.677</b>	<b>116.430.534.449</b>
7.1 titoli detenuti per finalità di politica monetaria	[2]	37.571.581.510	44.524.997.190
7.2 altri titoli	[4]	73.957.950.167	71.905.537.259
<b>8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE</b>	[4]	<b>14.484.463.862</b>	<b>14.620.151.540</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>21.463.585.337</b>	<b>12.164.717.030</b>
9.1 partecipazione al capitale della BCE		1.377.337.333	1.361.271.704
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE		7.218.961.424	7.198.856.881
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema		12.867.286.580	3.604.588.445
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)		-	-
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>12.714.869</b>	<b>8.294.390</b>
<b>11 ALTRE ATTIVITÀ</b>	[6]	<b>54.207.620.183</b>	<b>52.194.123.616</b>
11.1 cassa		94.590.561	62.281.159
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	[4]	40.033.818.971	38.544.663.225
11.3 immobilizzazioni immateriali		65.423.437	67.735.449
11.4 immobilizzazioni materiali		2.962.900.887	3.078.877.072
11.5 ratei e risconti		5.218.965.124	4.895.684.878
11.6 imposte differite attive		3.687.649.388	4.291.486.395
11.7 diverse		2.144.271.815	1.253.395.438
<b>TOTALE</b>		<b>554.399.390.883</b>	<b>609.973.399.508</b>

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 27 marzo 2014

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## STATO PATRIMONIALE

PASSIVO	NOTE	Importi in unità di euro	
		31.12.2013	31.12.2012
<b>1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE</b>	[7]	<b>157.541.040.600</b>	<b>149.947.991.520</b>
<b>2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA</b>	[2]	<b>20.789.249.743</b>	<b>27.664.560.871</b>
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)		18.392.290.699	24.592.970.178
2.2 depositi overnight		2.376.959.044	3.039.590.693
2.3 depositi a tempo determinato		20.000.000	32.000.000
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>33.888.202.906</b>	<b>34.495.553.304</b>
4.1 Pubblica amministrazione		27.116.969.782	33.802.015.193
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria		7.973.293.376	8.501.827.482
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato		20.377.620	170.531.105
4.1.3 altre passività		19.123.298.786	25.129.656.606
4.2 altre controparti		6.771.233.124	693.538.111
<b>5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[9]	<b>555.342.893</b>	<b>1.000.215.366</b>
5.1 debiti verso banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro		-	-
5.2 altre passività		555.342.893	1.000.215.366
<b>6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>401.829.300</b>	<b>378.443.094</b>
6.1 controparti finanziarie		-	-
6.2 pubbliche amministrazioni		401.829.300	378.443.094
6.3 altre controparti		-	-
<b>7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO</b>	[1]	<b>1.992.549</b>	<b>2.301.777</b>
7.1 depositi e conti correnti		1.992.549	2.081.670
7.2 altre passività		-	220.107
<b>8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI</b>	[1]	<b>7.354.065.166</b>	<b>7.665.772.838</b>
<b>9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO</b>	[5]	<b>228.381.753.593</b>	<b>253.799.438.019</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)		228.381.753.593	253.799.438.019
<b>10 PARTITE DA REGOLARE</b>		<b>27.146.453</b>	<b>40.493.764</b>
<b>11 ALTRE PASSIVITÀ</b>	[10]	<b>1.334.868.589</b>	<b>1.652.952.050</b>
11.1 vaglia cambiari		104.547.106	219.490.566
11.2 ratei e risconti		7.014.220	14.209.029
11.3 diverse		1.223.307.263	1.419.252.455
<b>12 ACCANTONAMENTI</b>	[11]	<b>7.977.566.284</b>	<b>8.125.980.240</b>
12.1 fondi rischi specifici		1.364.011.759	1.516.754.934
12.2 accantonamenti diversi per il personale		6.613.554.525	6.609.225.306
<b>13 CONTI DI RIVALUTAZIONE</b>	[12]	<b>54.191.327.073</b>	<b>86.900.466.265</b>
<b>14 FONDO RISCHI GENERALI</b>	[11]	<b>15.373.675.075</b>	<b>13.190.675.075</b>
<b>15 CAPITALE E RISERVE</b>	[13]	<b>23.537.853.745</b>	<b>22.607.429.359</b>
15.1 capitale sociale		7.500.000.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria		8.298.342.824	14.867.762.438
15.3 altre riserve		7.739.510.921	7.739.510.921
<b>16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE</b>		<b>3.035.315.914</b>	<b>2.501.125.966</b>
<b>TOTALE</b>		<b>554.399.390.883</b>	<b>609.973.399.508</b>

I CONTI D'ORDINE al 31 dicembre 2013 ammontano a **615.442.986.483** euro.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

Verificato conforme ai libri di contabilità il 27 marzo 2014

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## CONTO ECONOMICO

VOCI	NOTE	Importi in unità di euro	
		2013	2012
1.1 Interessi attivi		7.151.707.496	8.344.083.871
1.2 Interessi passivi		-1.542.634.228	-2.548.766.113
<b>1 Interessi attivi netti</b>	[14]	<b>5.609.073.268</b>	<b>5.795.317.758</b>
2.1 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		300.573.762	747.528.081
2.2 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-347.053.063	-4.623.615
2.3 Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito		-2.183.000.000	-2.645.000.000
<b>2 Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi</b>	[15]	<b>-2.229.479.301</b>	<b>-1.902.095.534</b>
3.1 Tariffe e commissioni attive		29.506.266	29.599.664
3.2 Tariffe e commissioni passive		-13.132.549	-13.434.424
<b>3 Risultato netto da tariffe e commissioni</b>	[16]	<b>16.373.717</b>	<b>16.165.240</b>
<b>4 Rendite da partecipazioni</b>	[17]	<b>320.913.773</b>	<b>116.225.144</b>
<b>5 Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario</b>	[18]	<b>556.532.173</b>	<b>1.314.730.473</b>
6.1 Interessi		1.118.720.784	1.166.931.258
6.2 Dividendi da azioni e partecipazioni		197.916.661	203.771.243
6.3 Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie (1)		794.532.333	10.386.720
6.4 Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie (1)		-9.408.502	-65.818.107
6.5 Altre componenti		32.839.623	32.025.319
<b>6 Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi</b>	[19]	<b>2.134.600.899</b>	<b>1.347.296.433</b>
<b>7 Altri utilizzi dei fondi</b>		<b>831</b>	<b>1.918</b>
<b>8 Altre rendite</b>	[20]	<b>77.376.636</b>	<b>87.181.377</b>
<b>TOTALE RENDITE NETTE</b>		<b>6.485.391.996</b>	<b>6.774.822.809</b>
<b>9 Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie (2)</b>	[21]	<b>-</b>	<b>-478.230.955</b>
10.1 Stipendi ed emolumenti per il personale in servizio		-599.069.445	-603.296.510
10.2 Oneri previdenziali e assicurativi		-155.171.228	-155.905.061
10.3 Altre spese relative al personale		-47.146.455	-49.951.320
10.4 Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		-293.348.495	-299.143.196
10.5 Adeguamento degli accantonamenti al TQP, contribuzione al FPC e altri oneri		-63.496.495	-66.122.131
10.6 Compensi per organi collegiali centrali e periferici		-3.009.269	-2.878.677
10.7 Spese di amministrazione		-441.264.460	-442.629.205
10.8 Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		-170.354.962	-173.080.819
10.9 Costi per servizi di produzione di banconote		-	-
10.10 Altre spese		-42.222.442	-45.105.957
<b>10 Spese e oneri diversi (1)</b>	[22]	<b>-1.815.083.251</b>	<b>-1.838.112.876</b>
<b>11 Altri accantonamenti ai fondi</b>		<b>-</b>	<b>-</b>
12.1 Proventi straordinari		20.854.405	33.186.470
12.2 Oneri straordinari		-12.245.218	-63.420.395
<b>12 Proventi e oneri straordinari</b>	[23]	<b>8.609.187</b>	<b>-30.233.925</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>		<b>4.678.917.932</b>	<b>4.428.245.053</b>
<b>13 Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive</b>	[24]	<b>-1.643.602.018</b>	<b>-1.927.119.087</b>
<b>UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO</b>		<b>3.035.315.914</b>	<b>2.501.125.966</b>

(1) Gli importi del 2012 sono stati riclassificati. – (2) Effettuata nel 2012 ai sensi dell'art. 40 del precedente Statuto che prevedeva l'attribuzione del rendimento dell'investimento delle riserve statutarie alle stesse.

**IL RAGIONIERE GENERALE:** PAOLO MARULLO REEDTZ

**IL GOVERNATORE:** IGNAZIO VISCO

Verificato conforme ai libri di contabilità il 27 marzo 2014

**IL COLLEGIO SINDACALE:** LORENZO DE ANGELIS, GIOVANNI FIORI, GIAN DOMENICO MOSCO, SANDRO SANDRI, DARIO VELO

## NOTA INTEGRATIVA

### *Principi, criteri e schemi di bilancio*

*Principi di redazione del bilancio.* – Il bilancio della Banca d'Italia è redatto in conformità a norme speciali; per quanto da queste non disciplinato, si osservano le norme del Codice civile, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'articolo 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43 (adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali). Esso stabilisce che «nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, anche in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni adottate dalla BCE ai sensi dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC e alle raccomandazioni dalla stessa formulate in materia. I bilanci compilati in conformità del presente comma, con particolare riguardo ai criteri di redazione adottati, assumono rilevanza anche agli effetti tributari». Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi), come modificato dal decreto legislativo 18 novembre 2005, n. 247.

Le norme emanate dalla BCE sono riportate nell'atto di indirizzo 11 novembre 2010, n. 20 (in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 35 del 9 febbraio 2011) e successive modificazioni contenente disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio.

Avvalendosi delle facoltà riconosciute dall'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, la Banca applica a tutti gli effetti le norme contabili obbligatorie e le raccomandazioni emanate dalla BCE, incluse quelle riguardanti gli schemi di conto economico in forma scalare e di stato patrimoniale. Quest'ultimo è analogo al modello della situazione mensile dei conti approvato, ai sensi del 2° comma dell'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, dal Ministro dell'Economia e delle finanze;

- dallo Statuto della Banca (approvato con decreto del Presidente della Repubblica 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.

*Criteri contabili e di valutazione.* – I criteri contabili e di valutazione delle principali poste di bilancio per l'esercizio 2013 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

#### ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI E PARTECIPAZIONI

##### *Oro e attività/passività in valuta*

- le consistenze, incluse quelle rappresentate da titoli in valuta, sono valorizzate applicando, per ciascuna valuta e per l'oro, il criterio del "costo medio netto giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE che richiedono di tener conto anche degli acquisti di valuta contrattati nell'esercizio ma regolati in quello successivo;
- l'oro e le attività/passività in valuta sono valutati al prezzo del metallo e ai tassi di cambio di fine esercizio comunicati dalla BCE. Le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione, mentre le minusvalenze sono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico.

##### *Titoli e partecipazioni*

- le consistenze sono valorizzate, per ciascuna tipologia, in base al criterio del "costo medio giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE. Per i titoli obbligazionari si tiene conto della quota del premium/discount che, per quelli in valuta, è rilevata giornalmente;
- la valutazione di fine esercizio è effettuata:
  1. nel caso di titoli detenuti sino alla scadenza, al costo ammortizzato soggetto a impairment (verifica di riduzione durevole di valore riferibile alla posizione dell'emittente);
  2. nel caso di titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza:
    - a) per i titoli azionari, gli exchange-traded funds (ETF) e le obbligazioni negoziabili, al valore di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; per le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione. Le plusvalenze non realizzate sono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze sono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni sui medesimi titoli e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;
    - b) per i titoli obbligazionari non negoziabili, al costo ammortizzato soggetto a impairment;
    - c) per i titoli azionari non negoziabili e per le quote di partecipazione non rappresentate da azioni, al costo soggetto a impairment;
  3. nel caso di partecipazioni in società controllate e collegate che costituiscono investimenti permanenti, al costo soggetto a impairment. La partecipazione al capitale della BCE è valutata al costo. Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127 del 1991.

*I titoli denominati in valuta, inclusi gli ETF e le quote di OICR, iscritti nella sottovoce patrimoniale attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi non concorrono alla formazione della posizione netta complessiva in valuta, ma costituiscono una posizione separata.*

*I dividendi sono rilevati per cassa.*

## IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

### Immobili

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative, maggiorato delle rivalutazioni effettuate a norma di legge. Le quote di ammortamento relative ai fabbricati strumentali per uso istituzionale e a quelli “oggettivamente strumentali” – in quanto non suscettibili di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni – compresi tra gli investimenti a garanzia del TQP, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo. I terreni non sono ammortizzati.

### Mobili e impianti

- sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento sono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).

Sia per gli immobili sia per i mobili e gli impianti l'ammortamento ha inizio nel trimestre successivo a quello dell'acquisto del bene.

## IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le procedure, gli studi e le progettazioni in corso e gli acconti sugli stessi sono iscritti al costo di acquisto o al costo di produzione direttamente imputabile. Le procedure, gli studi e le progettazioni completati sono ammortizzati in base a coefficienti ritenuti congrui con la residua possibilità di utilizzo.

Il software in licenza d'uso è iscritto al costo d'acquisto e ammortizzato con quote costanti in base al periodo di utilizzo contrattualmente stabilito ovvero, per le licenze d'uso concesse a tempo indeterminato o per periodi eccezionalmente lunghi, alla presumibile durata di utilizzo del software.

I costi per la realizzazione e l'ampliamento di reti di comunicazione nonché per contributi *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 2013 derivano dall'ingresso nell'Eurosistema delle banche centrali di Slovacchia (2009) ed Estonia (2011) e termineranno, rispettivamente, alla fine del 2014 e 2016. Con il 2013 sono terminati gli aggiustamenti derivanti dall'ingresso di Malta e Cipro (2008).

*Gli interessi attivi e passivi maturati sui saldi intra Eurosistema sono regolati attraverso i conti con la BCE e inclusi nella voce di conto economico interessi attivi netti.*

*Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il reddito della BCE derivante dal signoraggio sulla quota dell'8 per cento delle banconote a essa attribuita e dai titoli detenuti nell'ambito del Securities Markets Programme (SMP) venga riconosciuto alle BCN per intero con riferimento all'esercizio in cui è maturato e distribuito nel mese di gennaio dell'anno seguente, ovvero successivamente, sotto forma di distribuzione provvisoria di utili (decisione della BCE 25 novembre 2010, n. 24, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 6 dell'11.1.2011 e successive modificazioni). La distribuzione provvisoria di utili della BCE è rilevata per competenza nell'esercizio cui il reddito si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi. Il reddito derivante dal signoraggio e dai titoli detenuti nell'ambito dell'SMP 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.*

#### 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 la distribuzione provvisoria dell'utile della BCE alle BCN e il risultato della redistribuzione del reddito monetario, sono esposti nello stato patrimoniale in un'unica posizione netta: se attiva, alla voce altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti); se passiva, alla voce altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette).*

*Il saldo complessivo netto intra Eurosistema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.*

*I saldi attivi intra Eurosistema derivanti dalla sottoscrizione del capitale della BCE e dal trasferimento delle riserve ufficiali alla BCE stessa sono ricompresi rispettivamente nelle voci partecipazione al capitale della BCE e crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE.*

#### FONDI RISCHI

*Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità.*

*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'Eurosistema, 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 imposte differite passive ai fini IRAP ed eventuali oneri che possono derivare da accertamenti e contenziosi tributari.*

## FONDO DI ACCANTONAMENTO CONNESSO CON LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

*Il fondo corrisponde alla quota di pertinenza dell'Istituto relativa agli accantonamenti effettuati dall'Eurosistema a fronte dei rischi di credito e di controparte derivanti da operazioni di politica monetaria.*

## ACCANTONAMENTI DIVERSI PER IL PERSONALE

- *gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale assunto prima del 28 aprile 1993 sono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;*
- *il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;*
- *gli accantonamenti relativi agli oneri per le misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione della rete territoriale dell'Istituto sono iscritti per gli importi determinati sulla base degli oneri previsti;*
- *il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati è alimentato secondo quanto previsto dall'articolo 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;*
- *gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.*

*Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo).*

## ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

*I crediti sono iscritti al valore nominale salvo eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla controparte.*

*I costi sostenuti per la produzione delle banconote non concorrono alla valorizzazione delle giacenze di magazzino in base alla raccomandazione BCE/1999/NP7, emanata dal Consiglio direttivo della BCE.*

*Le imposte differite attive e quelle passive sono iscritte sulla base del presumibile effetto fiscale che si manifesterà nei futuri esercizi. Tra le imposte differite attive sono comprese quelle originate dall'applicazione dell'art. 65, 2° comma, della legge 289 del 2002, come modificato dal DL 203 del 2005, convertito dalla legge 248 del 2005. Le imposte differite passive ai fini Ires sono incluse, con segno negativo, nella sottovoce imposte differite attive.*

*Nell'ambito delle voci altre attività e altre passività sono 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.*

## OPERAZIONI FUORI BILANCIO E CONTI D'ORDINE

*Le operazioni a termine in cambi, la componente a termine delle operazioni di swap su valute e gli altri strumenti finanziari che comportano uno scambio di valute a una data futura sono ricompresi nelle posizioni nette in valuta in essere alla data di regolamento a pronti.*

- Operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta*
- gli acquisti e le vendite a termine sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi;
  - le vendite a termine delle valute che compongono il paniere dei DSP, effettuate per finalità di copertura della posizione in DSP, sono trattate congiuntamente a quest'ultima e pertanto non influenzano le posizioni nette detenute nelle singole valute.
- Contratti swap su valute*
- gli acquisti e le vendite a termine e a pronti sono rilevati nei conti d'ordine dalla data di contrattazione alla data di regolamento, al tasso di cambio a pronti dell'operazione. La differenza tra i valori ai tassi di cambio a pronti e quelli a termine è iscritta, pro rata temporis, nel conto economico tra gli interessi.
- All'atto del regolamento delle operazioni di acquisto e vendita a termine di valuta e di quelle relative a contratti swap su valute, le evidenze nei conti d'ordine vengono chiuse e sono interessate le pertinenti voci patrimoniali.
- Contratti futures su tassi di interesse denominati in valuta*
- sono rilevati nei conti d'ordine alla data di contrattazione al valore nozionale ed espressi a fine esercizio al cambio comunicato dalla BCE. I margini iniziali, se costituiti da contante, sono rilevati nello stato patrimoniale tra i crediti in valuta; se costituiti da titoli, nei conti d'ordine. I margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, comunicati dal clearer, confluiscono nel conto economico, convertiti al cambio del giorno.
- Altre fattispecie iscritte nei conti d'ordine*
- i titoli in euro in deposito sono esposti al valore nominale; le azioni per quantità; le altre fattispecie al valore facciale o al valore convenzionale;
  - 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 18.6

Oro, attività e passività in valuta (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
<b>Oro (voce 1)</b>	<b>68.677.223</b>	<b>99.417.222</b>	<b>-30.739.999</b>	
<b>Attività nette in valuta</b>	<b>29.961.710</b>	<b>33.138.861</b>	<b>-3.177.151</b>	
<b>Attività in valuta</b>	<b>37.719.597</b>	<b>41.185.379</b>	<b>-3.465.782</b>	
crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	11.888.284	12.699.772	-811.488	
titoli (sottovoci 2.2 e 3.1.1)	23.372.358	24.450.701	-1.078.343	
conti correnti e depositi (sottovoci 2.3 e 3.1.3)	1.927.829	1.403.645	524.184	
operazioni temporanee (sottovoci 2.4 e 3.1.2)	527.176	2.626.381	-2.099.205	
altre attività (sottovoce 2.5)	3.950	4.880	-930	
<b>Passività in valuta</b>	<b>7.757.887</b>	<b>8.046.518</b>	<b>-288.631</b>	
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	7.354.065	7.665.773	-311.708	
anticipi dalle Pubbliche amministrazioni (sottovoce 6.2)	401.829	378.443	23.386	
conti correnti e depositi (sottovoce 7.1)	1.993	2.082	-89	
altre passività (sottovoce 7.2)	–	220	-220	

Il valore dell'oro si è commisurato, alla fine del 2013, a 68.677 milioni di euro, 30.740 in meno rispetto all'anno precedente. La diminuzione è dovuta esclusivamente al deprezzamento del metallo; la consistenza è rimasta invariata a 79 milioni di onces, pari a 2.452 tonnellate.

Anche le attività nette in valuta si sono ridotte, da 33.139 a 29.962 milioni; la variazione riflette lo sfavorevole andamento dei cambi e, in misura minore, la diminuzione complessiva delle consistenze, in particolare di quella connessa con le operazioni temporanee effettuate nell'ambito del programma di rifinanziamento in dollari oggetto di accordo fra la BCE e la Riserva federale (cfr. *infra*).

*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 2013, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro del medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2012 il prezzo dell'oro è diminuito del 30,92 per cento (da 1.261,179 a 871,22 euro per oncia).*

*Rispetto alla fine del precedente esercizio i tassi di cambio delle principali valute estere hanno presentato deprezzamenti rispetto all'euro di entità significativa: il dollaro statunitense da 1,3194 a 1,3791 dollari per euro; lo yen da 113,61 a 144,72; la sterlina inglese da 0,8161 a 0,8337; il dollaro australiano da 1,2712 a 1,5423; i diritti speciali di prelievo da 1,1657 a 1,1183 euro per DSP.*

*Alla fine dell'esercizio sono emerse minusvalenze, rispetto al 2012, che hanno trovato interamente copertura nei corrispondenti conti di rivalutazione, riferite all'oro (30.740 milioni), agli yen (1.027 milioni), ai dollari (873 milioni), ai DSP (89 milioni) e alle sterline inglesi (68 milioni). Dopo le predette variazioni, alla fine del 2013 i conti di rivalutazione da cambio ammontavano a 50.618 milioni, di cui 49.256 riferiti all'oro, 533 al dollaro, 416 allo yen, 351 alle sterline inglesi e 62 ai DSP inclusa la valutazione delle relative operazioni di copertura (cfr. Conti di rivalutazione). Le minusvalenze sui dollari australiani hanno invece inciso interamente sul conto economico (266 milioni).*

**Tavola 18.7**

<b>Rapporti con il Fondo monetario internazionale</b>				
<i>(migliaia di euro)</i>				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
<b>Attivo</b>				
<b>Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)</b>	<b>11.888.284</b>	<b>12.699.772</b>	<b>-811.488</b>	
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo	2.252.202	2.827.176	-574.974	
<i>partecipazione</i>	8.814.756	9.189.177	-374.421	
<i>disponibilità del Fondo</i>	-6.562.554	-6.362.001	-200.553	
b) Partecipazione al PRGT	807.677	804.854	2.823	
c) Partecipazione ai NAB	1.977.853	1.894.510	83.343	
d) Diritti speciali di prelievo	6.850.552	7.173.232	-322.680	
<b>Passivo</b>				
<b>Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)</b>	<b>7.354.065</b>	<b>7.665.773</b>	<b>-311.708</b>	

I crediti verso l'FMI sono diminuiti, oltre che per effetto della valutazione al minor cambio di fine esercizio, per gli utilizzi operati dal Fondo sulle proprie disponibilità; sono risultate in aumento le erogazioni di prestiti della Banca all'FMI per conto dello Stato italiano nell'ambito dei New Arrangements to Borrow (NAB).

*L'Italia ha aderito all'FMI nel 1947. La posizione del Paese nei confronti dell'FMI è rappresentata nel bilancio della Banca d'Italia conformemente agli accordi stipulati attraverso una convenzione con il Ministero dell'Economia e delle finanze. Nel dettaglio:*

- a) *la posizione netta dell'Italia verso il Fondo (reserve tranche position, sottoscritta in oro, DSP e in valuta nazionale), pari a 2.252 milioni alla fine del 2013, è costituita dalla differenza tra la quo-*

ta di partecipazione al Fondo dell'Italia (8.815 milioni, corrispondenti a 7.882 milioni di DSP) e le disponibilità del Fondo depositate nel conto intestato allo stesso organismo (6.563 milioni, corrispondenti a 5.868 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 808 milioni (722 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 1.978 milioni (1.769 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 2013 a 6.126 milioni di DSP, per un controvalore in euro di 6.851 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 7.354 milioni.

I titoli in valuta, classificati come non detenuti fino alla scadenza, sono rappresentati per la quasi totalità da obbligazioni emesse in gran parte da Amministrazioni pubbliche estere e organismi internazionali e sono costituiti da titoli denominati per il 66 per cento in dollari statunitensi, per il 18 per cento in yen, per l'11 per cento in sterline inglesi e per il 5 per cento in dollari australiani.

Tavola 18.8

Titoli in valuta (1) - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Non residenti nell'area euro	Residenti nell'area euro	Totale
	(sottovoce 2.2)	(sottovoce 3.1.1)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>24.270.672</b>	<b>180.029</b>	<b>24.450.701</b>
<b>Aumenti</b>	<b>36.961.997</b>	<b>159.025</b>	<b>37.121.022</b>
Acquisti	36.920.209	159.025	37.079.234
Utili netti	41.788	–	41.788
<b>Diminuzioni</b>	<b>-38.123.884</b>	<b>-75.481</b>	<b>-38.199.365</b>
Vendite e rimborsi	-35.458.556	-61.207	-35.519.763
Perdite nette	–	-9	-9
Rivalutazioni nette da prezzo (2)	-209.396	-1.090	-210.486
Rivalutazioni nette da cambio (2)	-1.964.873	-10.629	-1.975.502
Premi e sconti	-168.780	-2.297	-171.077
Svalutazioni da prezzo (3)	-71.774	-249	-72.023
Svalutazioni da cambio (3)	-250.505	–	-250.505
<b>Consistenze finali</b>	<b>23.108.785</b>	<b>263.573</b>	<b>23.372.358</b>

(1) Includono quote di OICR. – (2) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (3) A carico del conto economico.

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 (1.144 milioni), conti correnti (784 milioni), operazioni temporanee (527 milioni) e banconote estere (4 milioni).

*Le operazioni temporanee riguardano acquisti o vendite a pronti con patto di rivendita o riacquisto a termine. Sono iscritte nello stato patrimoniale, rispettivamente, come crediti o debiti. Nella sottovoce 3.1.2 (Attività in valuta estera verso residenti nell'area euro – operazioni temporanee) sono presenti crediti per operazioni temporanee verso controparti dell'Eurosistema connessi con il programma di rifinanziamento in dollari a breve termine per 73 milioni (2.088 alla fine del 2012). Sulla base di tale programma la Riserva federale fornisce dollari alla BCE attraverso lo scambio di liquidità nelle rispettive valute (swap line), finalizzato all'offerta di finanziamenti in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema. Contestualmente, la BCE attiva operazioni di back-to-back swap con le BCN dell'area dell'euro, le quali utilizzano i fondi in dollari per fornire liquidità alle controparti dell'area dell'euro mediante operazioni temporanee o swap in valuta. Le transazioni riguardanti le operazioni di back-to-back swap con la BCE sono regolate in conti intra Eurosistema.*

Tra le altre passività in valuta, denominate essenzialmente in dollari, rilevano, in particolare, le posizioni debitorie verso Pubbliche amministrazioni (402 milioni, sottovoce 6.2) a fronte di anticipi ricevuti per la gestione del servizio di incassi e pagamenti in valuta verso l'estero.

## [2] Operazioni di politica monetaria

Nella tavola 18.9 sono riportate le operazioni, in essere alla fine dell'esercizio, effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

Nel 2013 il rifinanziamento a istituzioni creditizie è stato ancora influenzato dalle misure non convenzionali adottate dall'Eurosistema per fronteggiare gli effetti della crisi finanziaria. In particolare è rimasto prevalente il rifinanziamento a più lungo termine, dopo le assegnazioni effettuate con le due aste triennali della fine del 2011 e dell'inizio del 2012 per un importo complessivo di 255 miliardi.

**Tavola 18.9**

<b>Operazioni di politica monetaria</b> (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni
<b>Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)</b>			
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	22.160.000	3.488.000	18.672.000
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	213.709.200	268.295.800	-54.586.600
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>235.869.200</b>	<b>271.783.800</b>	<b>-35.914.600</b>
<b>Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1)</b>			
	<b>37.571.582</b>	<b>44.524.997</b>	<b>-6.953.415</b>
<b>Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)</b>			
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	18.392.291	24.592.970	-6.200.679
2.2 depositi overnight	2.376.959	3.039.591	-662.632
2.3 depositi a tempo determinato	20.000	32.000	-12.000
2.4 operazioni temporanee di fine-tuning	–	–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>20.789.250</b>	<b>27.664.561</b>	<b>-6.875.311</b>

Per le *operazioni di rifinanziamento principali*, a fronte dell'aumento del dato di fine esercizio, si è registrata una riduzione della consistenza media annua, da 11.549 a 5.250 milioni. Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, per effetto dei rimborsi anticipati su importi assegnati con le due citate aste triennali, hanno presentato diminuzioni sia del valore di fine esercizio sia, in misura più contenuta, del valore medio dell'anno, passato da 250.113 a 247.078 milioni. Le *operazioni di rifinanziamento marginale*, non presenti alla fine dei due esercizi considerati, si sono ridotte in media annua da 46 a 27 milioni. Nel 2013 non si è fatto ricorso né a *operazioni temporanee di fine-tuning* né a *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

I *titoli detenuti per finalità di politica monetaria* sono costituiti dai covered bond acquistati nell'ambito dei due programmi deliberati dal Consiglio direttivo della BCE, rispettivamente con le decisioni di maggio del 2009 e di ottobre del 2011, nonché dai titoli di Stato emessi da alcuni paesi dell'area dell'euro acquistati in relazione all'SMP, deliberato con decisione di maggio del 2010. Il primo Covered Bond Purchase Programme è terminato nel mese di giugno del 2010, il secondo nel mese di ottobre del 2012; nel mese di settembre del 2012 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mettere fine, con effetto immediato, agli acquisti del programma SMP.

Tavola 18.10

Titoli detenuti per finalità di politica monetaria (sottovoce 7.1) - movimenti (migliaia di euro)				
VOCI	Titoli obbligazionari detenuti sino alla scadenza			Totale
	Covered bond (1° programma)	Covered bond (2° programma)	Titoli di Stato (Securities Markets Programme)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>8.454.666</b>	<b>2.471.489</b>	<b>33.598.842</b>	<b>44.524.997</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>751</b>	<b>361.479</b>	<b>362.230</b>
Utili netti	–	–	1.709	1.709
Premi e sconti netti	–	751	359.770	360.521
<b>Diminuzioni</b>	<b>-1.761.477</b>	<b>-214.800</b>	<b>-5.339.368</b>	<b>-7.315.645</b>
Vendite e rimborsi	-1.734.870	-214.800	-5.339.368	-7.289.038
Premi e sconti netti	-26.607	–	–	-26.607
<b>Consistenze finali</b>	<b>6.693.189</b>	<b>2.257.440</b>	<b>28.620.953</b>	<b>37.571.582</b>

Nel 2013 sono giunti a scadenza covered bond per complessivi 1.950 milioni e titoli di Stato per complessivi 4.881 milioni; sono stati inoltre rimborsati anticipatamente titoli di Stato per ulteriori 458 milioni.

I titoli detenuti per finalità di politica monetaria relativi ai citati programmi di acquisto sono classificati, conformemente alla decisione del Consiglio direttivo della BCE, come titoli detenuti sino alla scadenza e sono valutati al costo ammortizzato soggetto a *impairment*, secondo le regole contabili dell'Eurosistema. Le verifiche di fine esercizio effettuate a livello di Eurosistema sui titoli di politica monetaria non hanno evidenziato riduzioni durevoli di valore.

*In conformità con l'articolo 32.4 dello Statuto del SEBC, le eventuali perdite sulle operazioni di rifinanziamento possono essere ripartite, 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 del programma SMP, il Consiglio direttivo ha già stabilito che le eventuali perdite siano condivise a livello di Eurosistema.*

Alla fine del 2013 il totale delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema ammontava a 752.288 milioni (1.126.019 nel 2012); i titoli acquistati dalle BCN nell'ambito dell'SMP erano pari a 165.845 milioni (192.608 nel 2012).

Dal lato del passivo, i conti detenuti dagli istituti di credito, che includono anche gli obblighi di riserva, sono risultati in diminuzione sui dati di fine anno; ne è invece aumentata la consistenza media, da 22.173 a 25.804 milioni. I *depositi overnight* hanno presentato diminuzioni sia sui dati di fine anno sia, in misura più rilevante, nel valore medio, passato da 8.084 a 1.280 milioni. Pressoché invariati sono risultati alla fine dell'anno i *depositi a tempo determinato*, il cui valore medio è invece aumentato da 227 a 2.271 milioni. Nel 2013 non sono state attivate *operazioni temporanee di fine-tuning*.

### **[3] Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro**

Nella voce 6 delle attività, che alla fine del 2013 risultava di 9.030 milioni (1.540 nel 2012), confluiscono principalmente operazioni temporanee in euro (reverse repo), pari a 5.414 milioni, in parte connesse con lo svolgimento dei servizi ERMS (Eurosystem Reserve Management Services) e operazioni di sostegno della liquidità verso controparti nazionali al di fuori di quelle di politica monetaria effettuate dall'Eurosistema; queste ultime, pari a 3.470 milioni, sono interamente garantite. La voce 6 include inoltre le disponibilità relative alla gestione del servizio di incassi e pagamenti in euro all'estero per conto delle Pubbliche amministrazioni (137 milioni) e altre disponibilità in euro (9 milioni).

*Le BCN dell'Eurosistema possono offrire, secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, servizi di gestione delle riserve in euro (servizi ERMS) a banche centrali e organismi governativi di paesi che non hanno adottato l'euro, nonché a organismi internazionali.*

*Al fine di rendere più trasparente il ruolo del Consiglio direttivo della BCE nelle operazioni di sostegno della liquidità fornite dalle BCN, il 16 ottobre 2013 il Consiglio direttivo ha deciso di pubblicare le norme procedurali connesse con queste operazioni. Il relativo testo può essere consultato sul sito internet della BCE.*

### **[4] Portafoglio titoli**

Oltre ai titoli facenti parte delle riserve valutarie (23.372 milioni, sottovoci 2.2 e 3.1.1) commentati nell'aggregato *Oro, attività e passività in valuta* e a quelli detenuti per finalità di politica monetaria (37.572 milioni, sottovoce 7.1), descritti nel paragrafo *Operazioni di politica monetaria*, la Banca detiene un portafoglio titoli per un valore di bilancio pari a 129.881 milioni, di cui 40.034 milioni a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi dell'Istituto.

Tavola 18.11

Portafoglio titoli (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	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>81.260.623</b>	<b>77.461.607</b>	<b>3.799.016</b>	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	65.111.088	61.925.019	3.186.069	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	1.665.071	916.436	748.635	
c) di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	14.484.464	14.620.152	-135.688	
<b>2. Titoli diversi da quelli detenuti sino alla scadenza</b>	<b>8.586.848</b>	<b>9.693.287</b>	<b>-1.106.439</b>	
a) di Stato (sottovoce 7.2)	7.856.620	9.693.287	-1.836.667	
b) altre obbligazioni (sottovoci 4.2 e 7.2)	730.228	–	730.228	
<b>Totale A</b>	<b>89.847.471</b>	<b>87.154.894</b>	<b>2.692.577</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>30.632.207</b>	<b>30.729.443</b>	<b>-97.236</b>	
a) di Stato	29.911.468	30.443.176	-531.708	
b) altre obbligazioni	558.181	123.709	434.472	
c) azioni e partecipazioni	162.558	162.558	–	
- di società ed enti controllati	105.600	105.600	–	
- 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>9.401.612</b>	<b>7.815.220</b>	<b>1.586.392</b>	
a) di Stato	16.230	15.803	427	
b) azioni e partecipazioni	6.083.472	5.141.584	941.888	
- di società ed enti controllati	122.343	127.360	-5.017	
- di altre società ed enti	5.961.129	5.014.224	946.905	
c) ETF e quote di OICR	3.301.910	2.657.833	644.077	
- di cui: in valuta	962.560	775.073	187.487	
<b>Totale B</b>	<b>40.033.819</b>	<b>38.544.663</b>	<b>1.489.156</b>	
<b>Totale (A+B)</b>	<b>129.881.290</b>	<b>125.699.557</b>	<b>4.181.733</b>	

Con riferimento agli aggregati esposti nella tavola 18.11 si riportano le seguenti indicazioni:

- A) i titoli in euro sono costituiti esclusivamente da obbligazioni e sono esposti:
- nella sottovoce 4.2 (*Crediti verso non residenti nell'area euro – titoli*) che include 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. La variazione complessiva di 136 milioni si riferisce per 86 milioni alla rilevazione annua del premium/discount sui titoli del concambio e per 50 milioni alla quota annuale di rimborso di quelli detenuti a fronte delle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

Tavola 18.12

Titoli in euro - movimenti (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari					Totale
	detenuti sino alla scadenza		(voce 8)	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza		
	(sottovoce 4.2)	(sottovoce 7.2)		(sottovoce 4.2)	(sottovoce 7.2)	
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>629.205</b>	<b>62.212.250</b>	<b>14.620.152</b>	–	<b>9.693.287</b>	<b>87.154.894</b>
<b>Aumenti</b>	<b>503.522</b>	<b>11.617.607</b>	–	<b>312.100</b>	<b>4.828.751</b>	<b>17.261.980</b>
Acquisti	503.522	11.617.607	–	311.649	4.662.333	17.095.111
Utili netti	–	–	–	55	166.418	166.473
Rivalutazioni nette (1)	–	–	–	396	–	396
<b>Diminuzioni</b>	<b>-13.625</b>	<b>-8.172.800</b>	<b>-135.688</b>	<b>-26.145</b>	<b>-6.221.145</b>	<b>-14.569.403</b>
Vendite e rimborsi	–	-7.882.595	-49.878	-22.158	-6.065.046	-14.019.677
Rivalutazioni nette (1)	–	–	–	–	-144.339	-144.339
Premi e sconti netti	-13.625	-290.205	-85.810	-3.015	-4.260	-396.915
Svalutazioni (2)	–	–	–	-972	-7.500	-8.472
<b>Consistenze finali</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>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

B) i titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.2 *attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*) sono denominati in euro e, in minima parte, in valuta. L'aggregato è composto per il 76 per cento da titoli obbligazionari e per il 24 per cento da azioni, partecipazioni, ETF e quote di OICR. Gli investimenti azionari riguardano per la quasi totalità titoli quotati.

Con riferimento all'emittente, i titoli sono principalmente italiani e, per la restante parte, in prevalenza di altri paesi dell'area dell'euro. Gli acquisti dell'esercizio hanno interessato in maggior misura il comparto dei titoli di Stato.

Tavola 18.13

Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.2) - movimenti (migliaia di euro)						
VOCI	Titoli obbligazionari		Azioni e partecipazioni		ETF e quote di OICR	Totale
	detenuti sino alla scadenza	diversi da quelli detenuti sino alla scadenza	investimenti permanenti	investimenti non permanenti		
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>30.566.885</b>	<b>15.803</b>	<b>162.558</b>	<b>5.141.584</b>	<b>2.657.833</b>	<b>38.544.663</b>
<b>Aumenti</b>	<b>3.989.832</b>	<b>427</b>	–	<b>2.652.654</b>	<b>859.633</b>	<b>7.502.546</b>
Acquisti	3.989.832	–	–	1.989.130	194.737	6.173.699
Utili netti	–	–	–	663.524	114.587	778.111
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	–	221	–	–	544.781	545.002
Adeguamenti da cambio (2)	–	–	–	–	5.528	5.528
Premi e sconti netti	–	206	–	–	–	206
<b>Diminuzioni</b>	<b>-4.087.068</b>	–	–	<b>-1.710.766</b>	<b>-215.556</b>	<b>-6.013.390</b>
Vendite e rimborsi	-4.035.173	–	–	-1.597.854	-215.556	-5.848.583
Rivalutazioni nette da prezzo (1)	–	–	–	-103.504	–	-103.504
Premi e sconti netti	-51.895	–	–	–	–	-51.895
Svalutazioni da prezzo (3)	–	–	–	-9.408	–	-9.408
<b>Consistenze finali</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>

(1) In aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) 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. – (3) A carico del conto economico.

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.

La Banca d'Italia detiene due partecipazioni di controllo (tav. 18.14). La partecipazione nella Bonifiche Ferraresi spa, destinata alla dismissione, è classificata nel comparto dei titoli "negoziabili".

Tavola 18.14

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)						
SOCIETÁ	Dati alla fine del 2013			Dati della partecipata relativi all'esercizio 2013		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore di bilancio	Patrimonio netto	Utile	Dividendi distribuiti
(migliaia di euro)						
<b>Società Italiana Di Iniziative Edilizie e Fondiarie spa - Roma</b> (Capitale euro 107.000.000 in 107.000 azioni da euro 1.000)	107.000	100,0	105.600	129.728	1.416	1.268
<b>Bonifiche Ferraresi spa - Roma</b> (Capitale euro 5.793.750 in 5.625.000 azioni da euro 1,03)	3.508.533	62,4	122.343	115.728	245	225

(1) La colonna *Azioni possedute* comprende tutte le categorie di azioni. La colonna *Partecipazione al capitale* è data dal totale delle azioni possedute diviso il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2013. Il *Patrimonio netto* alla data di riferimento non comprende il dividendo da distribuire agli azionisti.

Nel 2013, a fronte del conferimento della partecipazione detenuta in Assicurazioni Generali spa (Generali), la Banca è entrata nella compagine azionaria del Fondo Strategico Italiano (FSI). L'operazione è stata oggetto di un accordo siglato il 19 dicembre 2012 con l'FSI e con la sua controllante Cassa depositi e prestiti (CDP). Le azioni Generali sono state conferite, in cambio di azioni FSI di nuova emissione. La partecipazione della Banca, pari al 20 per cento del capitale dell'FSI, è costituita per un terzo, da azioni ordinarie, e per due terzi, da azioni privilegiate. L'FSI si è impegnato a vendere a terzi, a condizioni di mercato, l'intera partecipazione in Generali entro il 31 dicembre 2015. Completata la vendita della partecipazione in Generali, l'FSI procederà al rimborso alla Banca d'Italia delle azioni privilegiate.

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.

Nel portafoglio sono presenti titoli detenuti sino alla scadenza il cui valore di libro (4.167 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (4.101 milioni); tuttavia, non ravvisandosi riduzioni durevoli di valore riferibili alla posizione dell'emittente, i titoli in questione sono mantenuti al costo ammortizzato.

## [5] Rapporti intra Eurosystema

Tavola 18.15

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni
<b>Attivo</b>			
9.1 partecipazione al capitale della BCE	1.377.337	1.361.272	16.065
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.218.961	7.198.857	20.104
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	12.867.287	3.604.588	9.262.699
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	–	–	–
<b>Totale</b>	<b>21.463.585</b>	<b>12.164.717</b>	<b>9.298.868</b>
<b>Passivo</b>			
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	228.381.754	253.799.438	-25.417.684
<b>Totale</b>	<b>228.381.754</b>	<b>253.799.438</b>	<b>-25.417.684</b>

Dal lato dell'attivo:

- la *partecipazione al capitale della BCE* è aumentata di 16 milioni per effetto della rideterminazione della quota di partecipazione avvenuta in occasione dell'adesione della Croazia alla UE; per le medesime ragioni sono aumentati i *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*, determinati in proporzione alla partecipazione sottoscritta;

Sulla base dell'art. 28 dello Statuto del SEBC, le BCN sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE. Le quote di partecipazione sono fissate sulla base dello schema per la sottoscrizione del capitale della BCE stabilito dall'art. 29 dello Statuto, adeguato con cadenza quinquennale, oppure ogni qualvolta un nuovo paese aderisce alla UE. La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE, modificata da ultimo il 1° luglio 2013 per effetto dell'adesione della Croazia alla UE, si attestava alla fine del 2013 al 12,4570 per cento del capitale sottoscritto; con l'adeguamento quinquennale al 1° gennaio 2014 è divenuta pari al 12,3108 per cento.

La quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE, considerando le sole BCN aderenti all'Eurosistema, era pari alla fine del 2013 al 17,9088 per cento; tale percentuale è stata modificata in 17,5923 il 1° gennaio 2014 in seguito all'adeguamento quinquennale e all'ingresso della Lettonia nell'area dell'Euro.

I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE rappresentano il credito fruttifero, denominato in euro e iscritto all'avvio della terza fase della UEM, a fronte del conferimento alla stessa di oro, titoli esteri e valute, effettuato dalla Banca in proporzione alla propria quota di sottoscrizione al capitale della BCE, al pari delle altre BCN dell'Eurosistema (cfr. il paragrafo: Commento alle voci del conto economico: Interessi attivi netti).

- i *crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema* ammontano a 12.867 milioni (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Dal lato del passivo:

- le *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)* ammontano a 228.382 milioni (253.799 nel 2012) e rappresentano la posizione netta della Banca nei con-

fronti dell'Eurosistema connessa essenzialmente con l'operatività del sistema TARGET2. In particolare, quest'ultima ha determinato alla fine del 2013 una posizione complessiva a debito pari a 229.128 milioni (255.102 milioni nel 2012). Alla fine dell'anno in riduzione della posizione complessiva era esposto anche: (a) il credito di 245 milioni (103 nel 2012) relativo all'acconto sul dividendo della BCE del 2013; (b) il credito di 501 milioni (1.200 nel 2012) derivante dal risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2013 (498 milioni) e dalla rideterminazione (per 3 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 18.16

Altre attività (voce 11) (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni
11.1 cassa (monete in euro)	94.591	62.281	32.310
11.2 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	40.033.819	38.544.663	1.489.156
11.3 immobilizzazioni immateriali	65.423	67.736	-2.313
11.4 immobilizzazioni materiali	2.962.901	3.078.877	-115.976
11.5 ratei e risconti	5.218.965	4.895.685	323.280
11.6 imposte differite attive	3.687.649	4.291.486	-603.837
11.7 diverse	2.144.272	1.253.396	890.876
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	106.025	101.497	4.528
<i>Fondo pensione complementare</i>	299.302	249.480	49.822
<i>altre partite</i>	1.738.945	902.419	836.526
<b>Totale</b>	<b>54.207.620</b>	<b>52.194.124</b>	<b>2.013.496</b>

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.3) sono illustrati nella tavola 18.17.

Tavola 18.17

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.3) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Procedure, studi e progettazioni	Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	Altre	Immobilizzazioni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>21.095</b>	<b>6.914</b>	<b>453</b>	<b>39.274</b>	<b>67.736</b>
<b>Aumenti</b>	<b>16.519</b>	<b>2.987</b>	<b>-</b>	<b>19.245</b>	<b>38.751</b>
Acquisti e spese incrementative (1)	113	2.987	-	19.245	22.345
Trasferimenti	16.406	-	-	-	16.406
<b>Diminuzioni</b>	<b>-19.201</b>	<b>-5.247</b>	<b>-210</b>	<b>-16.406</b>	<b>-41.064</b>
Ammortamenti	-19.201	-5.247	-210	-	-24.658
Trasferimenti	-	-	-	-16.406	-16.406
<b>Consistenze finali</b>	<b>18.413</b>	<b>4.654</b>	<b>243</b>	<b>42.113</b>	<b>65.423</b>

(1) Inclusi incrementi di attività immateriali sviluppate internamente.

La composizione e i movimenti dell'anno delle *immobilizzazioni materiali* (sotto voce 11.4) sono illustrati nelle tavole 18.18 e 18.20.

**Tavola 18.18**

<b>Immobilizzazioni materiali (immobili) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP		Totale
	Fabbricati	Terreni (1)	Fabbricati	Terreni (1)	
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>3.351.019</b>	<b>1.493.834</b>	<b>377.761</b>	<b>176.613</b>	<b>5.399.227</b>
Fondi di ammortamento	-1.898.133	-473.360	-90.932	-21.188	-2.483.613
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>1.452.886</b>	<b>1.020.474</b>	<b>286.829</b>	<b>155.425</b>	<b>2.915.614</b>
<b>Aumenti</b>	<b>489</b>	<b>750</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.239</b>
Acquisti e spese incrementative	-	750	-	-	750
Trasferimenti	489	-	-	-	489
<b>Diminuzioni</b>	<b>-109.519</b>	<b>-639</b>	<b>-7.069</b>	<b>-</b>	<b>-117.227</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	-	-639	-	-	-639
Ammortamenti	-109.519	-	-7.069	-	-116.588
<b>Consistenze finali lorde</b>	<b>3.351.508</b>	<b>1.493.945</b>	<b>377.761</b>	<b>176.613</b>	<b>5.399.827</b>
Fondi di ammortamento	-2.007.652	-473.360	-98.001	-21.188	-2.600.201
<b>Consistenze finali nette</b>	<b>1.343.856</b>	<b>1.020.585</b>	<b>279.760</b>	<b>155.425</b>	<b>2.799.626</b>

(1) A partire dall'esercizio 2006 i terreni, compresi quelli su cui insistono i fabbricati, non sono soggetti ad ammortamento.

Il valore di mercato del patrimonio immobiliare della Banca stimato alla fine dell'anno era di 4.101 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.235 milioni per quelli a garanzia del TQP.

**Tavola 18.19**

<b>Rivalutazioni degli immobili</b>				
VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP	
	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)
Rivalutazione L. 19 marzo 1983, n. 72	114	623	15	51
Rivalutazione L. 29 dicembre 1990, n. 408	145	652	60	148
Rivalutazione L. 30 dicembre 1991, n. 413	36	11	26	8
Rivalutazione L. 21 novembre 2000, n. 342	149	915	64	91
Rivalutazione L. 23 dicembre 2005, n. 266	156	1.581	69	126

Tavola 18.20

Immobilizzazioni materiali (altre) - movimenti					
(migliaia di euro)					
VOCI	Mobili	Impianti	Monete e collezioni	Immob.ni in corso e acconti	Totale
<b>Consistenze iniziali lorde</b>	<b>213.075</b>	<b>530.461</b>	<b>2.297</b>	<b>15.920</b>	<b>761.753</b>
Fondi di ammortamento	-145.447	-453.043	–	–	-598.490
<b>Consistenze iniziali nette</b>	<b>67.628</b>	<b>77.418</b>	<b>2.297</b>	<b>15.920</b>	<b>163.263</b>
<b>Aumenti</b>	<b>4.007</b>	<b>19.311</b>	–	<b>8.009</b>	<b>31.327</b>
Acquisti e spese incrementative	4.007	17.847	–	8.009	29.863
Trasferimenti	–	1.464	–	–	1.464
<b>Diminuzioni</b>	<b>-10.789</b>	<b>-18.573</b>	–	<b>-1.953</b>	<b>-31.315</b>
Vendite e/o dismissioni (costo)	-3.618	-6.181	–	–	-9.799
Vendite e/o dismissioni (fondo amm.to)	3.562	5.984	–	–	9.546
Ammortamenti	-10.733	-18.376	–	–	-29.109
Trasferimenti	–	–	–	-1.953	-1.953
<b>Consistenze finali 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 finali nette</b>	<b>60.846</b>	<b>78.156</b>	<b>2.297</b>	<b>21.976</b>	<b>163.275</b>

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.5) includono:

Tavola 18.21

Ratei e risconti (sottovoce 11.5)			
(migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni
<b>Ratei attivi</b>	<b>5.206.928</b>	<b>4.882.950</b>	<b>323.978</b>
interessi da titoli in euro	2.463.226	2.697.853	-234.627
interessi da operazioni di rifinanziamento	2.648.844	2.078.513	570.331
interessi da titoli in valuta	90.400	101.386	-10.986
interessi da attività diverse in valuta	2.843	4.776	-1.933
altri	1.615	422	1.193
<b>Risconti attivi</b>	<b>12.037</b>	<b>12.735</b>	<b>-698</b>
su spese di amministrazione	12.037	12.735	-698
<b>Totale</b>	<b>5.218.965</b>	<b>4.895.685</b>	<b>323.280</b>

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.6) si sono ridotte di 604 milioni per l'effetto congiunto:

- della diminuzione, per 589 milioni, determinata dalla compensazione, a valere sull'imponibile del 2013, della residua perdita fiscale dell'esercizio 2002;
- della diminuzione, per 18 milioni, della fiscalità differita attiva sul fondo connesso con le operazioni di politica monetaria (cfr. *Accantonamenti e Fondo rischi generali*);
- dell'aumento netto, per 3 milioni, delle imposte differite derivanti da altre componenti economiche.

I movimenti dell'anno delle imposte differite attive e passive sono illustrati nelle tavole 18.41 e 18.42 del paragrafo: *Commento alle voci del conto economico*.

L'ammontare delle imposte 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 annulleranno. Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio ex lege 289 del 2002. Il regime di riporto è stabilito nell'art. 65 di quest'ultima legge, come modificato dalla legge 248 del 2005, in virtù del quale la perdita è compensabile sine die nei limiti del 50 per cento dell'ammontare dell'imponibile Ires di ciascun anno. L'iscrizione delle imposte differite attive nello stato patrimoniale si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto e della normativa tributaria di riferimento – di pervenire all'integrale scomputo delle pregresse perdite fiscali.

*Tra le altre componenti economiche che determinano l'iscrizione di imposte differite attive si segnalano le assegnazioni al fondo oneri per il personale e gli ammortamenti non ancora dedotti in sede fiscale.*

**Tavola 18.22**

<b>Imposte differite attive</b> (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2013				31.12.2012			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite attive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite attive
Perdita fiscale esercizio 2002	13.106.205	3.604.206	–	3.604.206	15.209.476	4.182.606	–	4.182.606
Accantonamento al fondo per operazioni politica monetaria	–	–	–	–	55.730	15.326	3.087	18.413
Oneri maturati per il personale e non erogati	129.580	35.634	–	35.634	141.002	38.775	–	38.775
di cui: <i> misure di sostegno</i>	48.579	13.359	–	13.359	59.146	16.265	–	16.265
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	156.031	42.909	8.600	51.509	162.180	44.599	8.982	53.581
di cui: <i> rivalutazione L. 266/2005</i>	156.031	42.909	8.600	51.509	160.867	44.238	8.909	53.147
Altre (3)	13.684	3.763	643	4.406	16.729	4.601	815	5.416
<b>Totale</b>	<b>13.405.500</b>	<b>3.686.512</b>	<b>9.243</b>	<b>3.695.755</b>	<b>15.585.117</b>	<b>4.285.907</b>	<b>12.884</b>	<b>4.298.791</b>
<b>Imposte differite passive</b> (migliaia di euro)								
VOCI	31.12.2013				31.12.2012			
	Differenze temporanee	Ires (1)	IRAP (2)	Totale differite passive	Differenze temporanee	Ires	IRAP	Totale differite passive
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni	1.053	289	–	289	1.256	346	–	346
Ammortamenti su differenze per scorporo terreni (4)	28.424	7.817	1.567	9.384	25.306	6.959	1.402	8.361
<b>Totale</b>	<b>29.477</b>	<b>8.106 (5)</b>	<b>1.567</b>	<b>9.673</b>	<b>26.562</b>	<b>7.305 (5)</b>	<b>1.402</b>	<b>8.707</b>
<small>(1) Calcolata con aliquota del 27,5 per cento. – (2) Calcolata con le aliquote in vigore. – (3) Relativamente alla voce <i>Altre</i> le differenze temporanee IRAP sono pari a 11,7 milioni (14,7 per il 2012). – (4) Ammortamenti sui maggiori valori fiscali derivanti dallo scorporo delle aree dai fabbricati istituzionali suscettibili di cambio di destinazione. – (5) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.6 <i>imposte differite attive</i> (quelle ai fini IRAP vengono incluse nel fondo imposte). Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 3.688 milioni (4.291 nel 2012).</small>								

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 2013.

## [7] Banconote in circolazione

Il valore complessivo delle banconote emesse dall'Eurosistema è distribuito tra le banche centrali in proporzione alla rispettive quote di pertinenza (cfr. il paragrafo: *Principi, criteri e schemi di bilancio*). La voce, che rappresenta la quota della Banca d'Italia (16,5 per cento), è aumentata di 7.593 milioni (da 149.948 a 157.541); il valore delle banconote effettivamente messe in circolazione dall'Istituto è diminuito, invece, di 1.669 milioni (da 146.343 a 144.674). In considerazione del fatto che la circolazione effettiva è stata inferiore a quella convenzionalmente attribuita, per la differenza, pari a 12.867 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 145.545 a 139.622 milioni, è diminuita del 4 per cento, rispetto a un aumento del 3 per cento registrato nell'area dell'euro.

## [8] Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti

Tavola 18.23

Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4)				
(migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
4.1 Pubblica amministrazione	27.116.970	33.802.015	-6.685.045	
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	7.973.293	8.501.827	-528.534	
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	20.378	170.531	-150.153	
4.1.3 altre passività	19.123.299	25.129.657	-6.006.358	
di cui: depositi vincolati del Tesoro	19.000.000	25.000.000	-6.000.000	
4.2 altre controparti	6.771.233	693.538	6.077.695	
<b>Totale</b>	<b>33.888.203</b>	<b>34.495.553</b>	<b>-607.350</b>	

La voce, il cui importo si è commisurato, alla fine del 2013, a 33.888 milioni, in diminuzione di 607 milioni rispetto all'anno precedente, si riferisce principalmente alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (7.973 milioni) e ai depositi vincolati intestati allo stesso (19.000 milioni) inclusi nella sottovoce *altre passività* (tav. 18.23).

Rispetto al 2012 le disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria sono diminuite sui dati di fine esercizio, rimanendo peraltro sostanzialmente stabili in media annua (da 847 a 845 milioni). I depositi vincolati utilizzati dal Tesoro per impiegare la liquidità hanno presentato una diminuzione del saldo di fine periodo e un aumento nel valore medio dell'anno, che è passato da 20.377 a 24.934 milioni.

Il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, nonostante l'aumento della consistenza media da 229 a 2.868 milioni, ha presentato una diminuzione sui saldi di fine esercizio. Nelle *altre passività* sono inoltre 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 116 milioni (130 nel 2012) e di depositi per 7 milioni.

Le passività verso altre controparti, pari a 6.771 milioni (694 nel 2012), si riferiscono principalmente a depositi della clientela ERMS (cfr. *Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro*) per 5.085 milioni e ad altri depositi per 1.213 milioni.

### [9] Passività in euro verso non residenti nell'area euro

La sottovoce 5.2 (*altre passività*), pari a 555 milioni (1.000 nell'esercizio 2012), è connessa principalmente con i rapporti con la clientela ERMS.

### [10] Altre passività

La voce comprende le componenti di seguito riportate:

Tavola 18.24

<b>Altre passività (voce 11)</b> (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
11.1 vaglia cambiari	104.547	219.491	-114.944	
11.2 ratei e risconti	7.014	14.209	-7.195	
11.3 diverse	1.223.308	1.419.252	-195.944	
di cui: <i>Fondo pensione complementare</i>	299.302	249.480	49.822	
<b>Totale</b>	<b>1.334.869</b>	<b>1.652.952</b>	<b>-318.083</b>	

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Tavola 18.25

<b>Ratei e risconti (sottovoce 11.2)</b> (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
<b>Ratei passivi</b>	<b>7.004</b>	<b>14.182</b>	<b>-7.178</b>	
interessi su depositi di riserva	3.230	9.582	-6.352	
interessi su passività in valuta	1.622	4.500	-2.878	
interessi su conto disponibilità del Tesoro	1.588	50	1.538	
altri	564	50	514	
<b>Risconti passivi</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>-17</b>	
fitti attivi	10	27	-17	
<b>Totale</b>	<b>7.014</b>	<b>14.209</b>	<b>-7.195</b>	

### [11] Accantonamenti e Fondo rischi generali

Le consistenze e i movimenti degli *accantonamenti* sono riportati nelle tavole 18.26 e 18.27.

Tavola 18.26

Fondi rischi specifici (sottovoce 12.1) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	Fondo assicurazione danni	Fondo imposte (1)	Fondo per operazioni di politica monetaria Eurosystema	Fondo per oneri	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>309.874</b>	<b>1.134.802</b>	<b>55.730</b>	<b>16.349</b>	<b>1.516.755</b>
<b>Aumenti</b>	–	<b>1.039.772</b>	–	–	<b>1.039.772</b>
Accantonamento dell'esercizio	–	1.039.600	–	–	1.039.600
Altre variazioni in aumento	–	172	–	–	172
<b>Diminuzioni</b>	–	<b>-1.133.407</b>	<b>-55.730</b>	<b>-3.378</b>	<b>-1.192.515</b>
Utilizzo nell'esercizio	–	-1.133.400	–	-3.378	-1.136.778
Altre variazioni in diminuzione	–	-7	-55.730	–	-55.737
<b>Consistenze finali</b>	<b>309.874</b>	<b>1.041.167</b>	–	<b>12.971</b>	<b>1.364.012</b>

(1) Le *altre variazioni* includono la variazione della fiscalità differita passiva ai fini IRAP.

La diminuzione dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) è dovuta alla variazione netta del fondo imposte e all'azzeramento del fondo connesso con le operazioni di politica monetaria. In conformità alla decisione del Consiglio direttivo della BCE adottata ai sensi dell'art. 32.4 dello Statuto del SEBC, gli accantonamenti a fronte dei rischi di controparte derivanti dalle operazioni di politica monetaria sono stati costituiti da tutte le BCN dell'area dell'euro in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE in essere nell'anno in cui gli eventi si sono manifestati. Il Consiglio direttivo, riesaminando l'adeguatezza degli accantonamenti, ha deciso di azzerarne la consistenza residua, pari a 310 milioni (di cui 56 di pertinenza dell'Istituto). L'utilizzo del fondo è iscritto nei conti economici delle BCN dell'Eurosistema secondo lo stesso criterio di proporzionalità dei rispettivi accantonamenti (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci del conto economico: Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Il fondo per oneri, utilizzato nel 2013 per 3 milioni, si riferisce a spese ancora da sostenere per il ripristino degli immobili della città de L'Aquila danneggiati dal sisma del 6 aprile 2009.

Tavola 18.27

Accantonamenti diversi per il personale (sottovoce 12.2) - movimenti (migliaia di euro)					
VOCI	a garanzia del TQP	Fondo oneri per il personale	per TFR (1)	sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	Totale
<b>Consistenze iniziali</b>	<b>6.426.770</b>	<b>177.263</b>	<b>2.913</b>	<b>2.279</b>	<b>6.609.225</b>
<b>Aumenti</b>	<b>19.550</b>	<b>78.710</b>	<b>300</b>	<b>307</b>	<b>98.867</b>
Accantonamento dell'esercizio	19.550	78.710	157	307	98.724
Altre variazioni in aumento	–	–	143	–	143
<b>Diminuzioni</b>	<b>-220</b>	<b>-94.283</b>	<b>-31</b>	<b>-3</b>	<b>-94.537</b>
Utilizzo nell'esercizio	-220 (2)	-93.091	-25	-3	-93.339
Altre variazioni in diminuzione	–	-1.192	-6	–	-1.198
<b>Consistenze finali</b>	<b>6.446.100</b>	<b>161.690</b>	<b>3.182</b>	<b>2.583</b>	<b>6.613.555</b>

(1) Include il TFR del personale a contratto e quello dei dipendenti maturato precedentemente all'adesione al Fondo pensione complementare. – (2) Comprende il trasferimento dell'indennità di fine rapporto degli aderenti al Fondo pensione complementare.

Gli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) ammontano nel complesso a 6.614 milioni. Nel corso del 2013:

- sono aumentati di 19 milioni gli accantonamenti a garanzia del TQP, che alla fine dell'esercizio sono pari a 6.446 milioni. Sull'accantonamento dell'esercizio ha inciso in particolare l'aggiornamento dei parametri economico-finanziari utilizzati per il calcolo delle riserve matematiche;
- è diminuito di 16 milioni il fondo oneri per il personale che si attesta a 162 milioni. Di tale importo, 49 milioni sono riferibili alle misure di accompagnamento all'uscita connesse con la ristrutturazione territoriale dell'Istituto.

Sulla base della valutazione dell'esposizione complessiva ai rischi il *fondo rischi generali* (voce 14) è stato alimentato per 2.183 milioni, commisurandosi alla fine del 2013 a 15.374 milioni (13.191 nel 2012).

## [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 18.28

Conti di rivalutazione (voce 13)				
(migliaia di euro)				
VOCI	Consistenze iniziali	Utilizzi	Rivalutazioni nette	Consistenze finali
<b>Rivalutazioni da cambio</b>	<b>83.420.789</b>		<b>-32.796.207</b>	<b>50.624.582</b>
di cui: oro	79.996.330		-30.739.999	49.256.331
attività nette in valuta (1)	3.418.495		-2.056.913	1.361.582
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (1)	5.964		705	6.669
<b>Rivalutazioni da prezzo</b>	<b>3.479.675</b>		<b>87.069</b>	<b>3.566.744</b>
di cui: titoli in valuta	336.949		-210.487	126.462
titoli in euro	613.692		-143.943	469.749
attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	2.529.034		441.499	2.970.533
<b>Rivalutazioni all'1.1.1999</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>		<b>1</b>
<b>Totale</b>	<b>86.900.466</b>	<b>-1</b>	<b>-32.709.138</b>	<b>54.191.327</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

Il 23 dicembre 2013 l'Assemblea straordinaria dei Partecipanti ha deliberato modifiche dello Statuto della Banca d'Italia tenendo conto delle disposizioni contenute nel decreto legge 30 novembre 2013, n. 133, poi convertito dalla legge 29 gennaio 2014, n. 5. Il nuovo testo statutario è entrato in vigore il 31 dicembre 2013. In tale ambito l'Assemblea ha deliberato l'aumento del capitale sociale da 156.000 a 7.500.000.000 euro, mediante utilizzo delle riserve statutarie (tavv. 18.29 e 18.30).

Tavola 18.29

<b>Capitale e riserve (voce 15)</b> (migliaia di euro)				
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni	
<b>15.1 Capitale sociale</b>	<b>7.500.000</b>	<b>156</b>	<b>7.499.844</b>	
<b>15.2 Riserve statutarie</b>	<b>8.298.343</b>	<b>14.867.762</b>	<b>-6.569.419</b>	
ordinaria	3.989.220	7.273.198	-3.283.978	
straordinaria	4.309.123	7.594.564	-3.285.441	
<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>23.537.854</b>	<b>22.607.429</b>	<b>930.425</b>	

Tavola 18.30

<b>Riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2) - movimenti</b> (migliaia di euro)					
VOCI	Consistenze al 31.12.2012	Attribuzione utile 2012 (1)	Distribuzione ai partecipanti (2)	Utilizzo per aumento di capitale	Consistenze al 31.12.2013
Ordinaria	7.273.198	500.225	-34.281	-3.749.922	3.989.220
Straordinaria	7.594.564	500.225	-35.744	-3.749.922	4.309.123
<b>Totale</b>	<b>14.867.762</b>	<b>1.000.450</b>	<b>-70.025</b>	<b>-7.499.844</b>	<b>8.298.343</b>

(1) Ex art. 39 del precedente Statuto, art. 40 del nuovo testo statutario. – (2) A valere sul fruttato dell'esercizio 2012 ex art. 40 del precedente Statuto, ora eliminato nel nuovo testo statutario.

A differenza del precedente, il nuovo Statuto non prevede la distribuzione di un dividendo ai partecipanti a valere sul rendimento degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria, in aggiunta a quello riconosciuto nell'ambito della distribuzione dell'utile netto.

Il complesso delle modifiche statutarie deliberate comporta l'annullamento delle preesistenti quote nominative di partecipazione del valore nominale di 0,52 euro e la contestuale emissione di nuove quote nominative il cui valore nominale, indicato dalla legge, è pari a 25.000 euro.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca al 31 dicembre 2013 è riportata nella tavola 18.31.

Tavola 18.31

<b>Quote di partecipazione al capitale</b>				
DETENTORI	A fine 2013		A fine 2012	
	Enti	Quote	Enti	Quote
<i>Spa esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356</i>	53	253.500	57	253.500
<i>Istituti di previdenza</i>	1	15.000	1	15.000
<i>Istituti di assicurazione</i>	6	31.500	6	31.500
<b>Totale</b>	<b>60</b>	<b>300.000</b>	<b>64</b>	<b>300.000</b>

## Conti d'ordine

Il totale dei conti d'ordine del 2013 è pari a 615.443 milioni. Il dettaglio è riportato nella tavola 18.32.

Tavola 18.32

Conti d'ordine (migliaia di euro)			
VOCI	31.12.2013	31.12.2012	Variazioni
<b>Ordini in corso</b>	<b>256.877</b>	<b>151.497</b>	<b>105.380</b>
di acquisto	145.034	101.604	43.430
di vendita	111.843	49.893	61.950
<b>Operazioni a termine</b>	<b>2.892.047</b>	<b>4.096.013</b>	<b>-1.203.966</b>
vendite a termine di valuta	1.805.642	3.622.472	-1.816.830
acquisti a termine di valuta	483.390	473.541	9.849
futures in acquisto	551.157	–	551.157
futures in vendita	51.858	–	51.858
<b>Impegni</b>	<b>38.249.729</b>	<b>39.063.697</b>	<b>-813.968</b>
verso FMI per concessione prestiti	38.249.729	39.063.685	-813.956
altri	–	12	-12
<b>Garanzie ricevute</b>	<b>435.447.192</b>	<b>473.612.319</b>	<b>-38.165.127</b>
garanzia del rifinanziamento (1)	421.806.580	469.178.040	-47.371.460
altre	13.640.612	4.434.279	9.206.333
<b>Garanzie prestate</b>	<b>11.060</b>	<b>11.574</b>	<b>-514</b>
<b>Titoli e valori di terzi in deposito presso l'Istituto</b>	<b>138.326.257</b>	<b>142.059.082</b>	<b>-3.732.825</b>
<b>Conti d'ordine del Fondo pensione complementare</b>	<b>259.824</b>	<b>171.709</b>	<b>88.115</b>
<b>Totale</b>	<b>615.442.986</b>	<b>659.165.891</b>	<b>-43.722.905</b>

(1) Comprende le garanzie in titoli e quelle costituite da prestiti bancari.

Le vendite a termine in valuta includono l'impegno:

- verso la BCE, connesso con il programma di rifinanziamento a breve termine in dollari effettuato nei confronti di controparti dell'Eurosistema mediante operazioni temporanee (cfr. *Oro, attività e passività in valuta*);
- per le operazioni di copertura dal rischio di cambio sulla posizione in DSP e sugli investimenti in valuta estera detenuti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (cfr. *Portafoglio titoli*).

Gli impegni verso l'FMI per la concessione di prestiti riguardano le iniziative previste dal Fondo per finanziamenti da erogare per conto dello Stato italiano.

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 379 milioni per i titoli in valuta e a 6.990 milioni per i covered bond.

## Commento alle voci del conto economico

### [14] Interessi attivi netti

Gli *Interessi attivi netti* (voce 1) sono risultati pari a 5.609 milioni nel 2013; rispetto al 2012 hanno registrato una flessione di 186 milioni.

Gli interessi attivi sono risultati pari a 7.152 milioni, inferiori di 1.192 milioni a quelli del 2012; alla loro contrazione hanno contribuito per 1.140 milioni gli interessi sulle attività in euro (tav. 18.33).

Tavola 18.33

Interessi attivi (sottovoce 1.1) (1) (migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni
su attività in euro	6.930.503	8.070.017	-1.139.514
titoli	5.357.283	5.662.645	-305.362
operazioni di rifinanziamento	1.446.114	2.328.447	-882.333
saldi intra SEBC	86.073	70.917	15.156
diversi	41.033	8.008	33.025
su attività in valuta	221.204	274.067	-52.863
crediti verso l'FMI	10.341	15.477	-5.136
titoli	201.374	238.880	-37.506
altre attività	9.489	19.710	-10.221
<b>Totale</b>	<b>7.151.707</b>	<b>8.344.084</b>	<b>-1.192.377</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 sui titoli in euro ammontavano, nel 2013, a 5.357 milioni; la riduzione di 305 milioni rispetto all'anno precedente è connessa con la minore dimensione del portafoglio e con il calo dei rendimenti. Gli interessi si riferiscono:

- per 708 milioni (719 nel 2012), ai titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289 del 2002;
- per 329 milioni (347 nel 2012), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con i due Covered Bond Purchase Programme;
- per 1.730 milioni (1.880 nel 2012), ai titoli detenuti per finalità di politica monetaria connessi con l'SMP;
- per 2.590 milioni (2.717 nel 2012), agli altri titoli obbligazionari.

Sono stati contabilizzati interessi sulle operazioni di rifinanziamento per 1.446 milioni, un importo inferiore di 882 milioni rispetto a quello del 2012: gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento principali sono scesi da 112 a 31 milioni, quelli sulle operazioni a più lungo termine da 2.215 a 1.415 milioni. Per entrambe le poste la contrazione riflette la riduzione del livello medio dei tassi di rendimento registrato nel corso dell'anno e, in misura minore, la flessione della consistenza media degli aggregati di stato patrimoniale (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Operazioni di politica monetaria*).

Nel 2013 il Consiglio direttivo della BCE ha diminuito due volte (nei mesi di maggio e novembre) il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo dallo 0,75 allo 0,25 per cento. Contestualmente, il Consiglio direttivo ha diminuito il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, portandolo dall'1,50 allo 0,75 per cento. Il Consiglio non è invece intervenuto sui depositi overnight presso le banche centrali, che sono rimasti per tutto il 2013 non remunerati.

Sono aumentati da 71 a 86 milioni, gli interessi attivi sui saldi intra SEBC, per l'incremento (da 16 a 51 milioni) di quelli sui *crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema* dovuto alla maggiore consistenza media annua dell'aggregato di riferimento (cfr. il paragrafo *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*). Si sono invece ridotti gli interessi sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE (da 55 a 34 milioni) per il minor livello medio dei tassi di rendimento.

I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati in base allo stesso tasso applicato sui saldi TARGET2 (cfr. *infra*) ridotto del 15 per cento per tener conto della parte di riserve trasferite rappresentata dall'oro, componente infruttifera. I saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono remunerati al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali.

Nell'ambito degli interessi diversi, sono aumentati a 35 milioni quelli sulle operazioni di sostegno della liquidità verso controparti nazionali condotte al di fuori degli interventi di politica monetaria dell'Eurosistema; gli interessi su operazioni di pronti contro termine su titoli in euro sono diminuiti, da 6 a 1 milione, sia per il minor ricorso a tali operazioni sia per la riduzione dei tassi medi di rendimento.

Tra gli interessi su attività in valuta, quelli su titoli e quelli sui crediti verso l'FMI si sono ridotti principalmente per effetto del minor livello medio dei tassi di rendimento. Sono diminuiti anche quelli sulle *altre attività*, per il minor ricorso alle operazioni di rifinanziamento in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema, i cui proventi sono passati da 14 a 2 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Oro, attività e passività in valuta*). Un corrispondente ammontare di interessi viene riconosciuto alla BCE a fronte della provvista fondi in valuta (tav. 18.34: interessi *diversi* su passività in valuta).

Gli interessi passivi sono risultati pari a 1.543 milioni (tav. 18.34); nel confronto con il 2012 sono diminuiti complessivamente di 1.006 milioni, 992 dei quali relativi agli oneri sulle passività in euro.

Tavola 18.34

Interessi passivi (sottovoce 1.2)			
(migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni
su passività in euro	1.533.009	2.525.389	-992.380
disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	76.089	76.071	18
fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	16.356	1.875	14.481
depositi vincolati intestati al Tesoro	9.350	17.818	-8.468
depositi di riserva in conto corrente	71.595	118.252	-46.657
saldi intra SEBC	1.355.386	2.286.748	-931.362
diversi	4.233	24.625	-20.392
su passività in valuta	9.625	23.377	-13.752
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	6.017	8.277	-2.260
diversi	3.608	15.100	-11.492
<b>Totale</b>	<b>1.542.634</b>	<b>2.548.766</b>	<b>-1.006.132</b>

Gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria sono rimasti sostanzialmente stabili, in ragione di una consistenza media delle giacenze e di un livello medio di remunerazione analoghi a quelli dell'esercizio precedente. Al contrario sono diminuiti gli interessi sui depositi vincolati intestati al Tesoro, per effetto della riduzione del tasso medio di remunerazione, solo in parte compensata dall'aumento delle consistenze (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Passività verso la Pubblica amministrazione e altre controparti*).

*Il conto disponibilità del Tesoro è remunerato, su base giornaliera, al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema fino al saldo massimo di un miliardo di euro. Gli interessi sul conto disponibilità del Tesoro del 2013 comprendono quelli integrativi, pari a 72 milioni (69 nell'esercizio precedente), riconosciuti al Tesoro ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 30 dicembre 2003, n. 398 (Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico). Gli interessi integrativi sono calcolati sul saldo giornaliero remunerabile del conto disponibilità del Tesoro a un tasso pari alla differenza, ove positiva, fra il tasso di rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza e il tasso di riferimento per la remunerazione del conto. Al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è applicato il tasso previsto per la quota remunerabile del conto disponibilità del Tesoro. I depositi vincolati a scadenza aperti dal Ministero sono remunerati al tasso Eurepo (tasso di riferimento del mercato dei pronti contro termine europeo rilevato dalla Federazione bancaria europea) relativo alla scadenza dei medesimi.*

Sono diminuiti gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente, per effetto della riduzione del tasso di remunerazione.

*La misura della remunerazione dei conti per la riserva obbligatoria è pari al valore medio, nel periodo di mantenimento, dei tassi marginali delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La riserva in eccesso rispetto a quella dovuta non è remunerata.*

Si sono contratti anche gli interessi sui saldi a debito connessi con la partecipazione al sistema TARGET2 (da 2.268 a 1.355 milioni), per la riduzione del tasso di remunerazione e, in misura minore, per quella della consistenza media dell'aggregato di riferimento. Si sono azzerati gli interessi sui saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (19 milioni nel 2012), in quanto l'aggregato di riferimento ha presentato saldi stabilmente a credito per tutto il 2013 (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*).

*La posizione connessa con l'operatività del sistema TARGET2, ad eccezione dei saldi non remunerati riferibili al regolamento delle operazioni con la BCE relativi ai programmi di finanziamento in valuta a controparti dell'area dell'euro, è remunerata al tasso marginale di interesse delle operazioni di rifinanziamento principali.*

Si sono ridotti gli interessi diversi su passività in euro principalmente per l'azzeramento di quelli sui depositi overnight (19 milioni nel 2012) e la flessione di quelli relativi alla clientela ERMS (da 5 a 2 milioni).

Tra gli interessi sulle passività in valuta, sono diminuiti sia quelli sui DSP, per effetto dei minori tassi medi applicati, sia quelli *diversi*; questi ultimi includono gli interessi riconosciuti alla BCE a fronte della provvista fondi in valuta connessa con le operazioni di rifinanziamento in dollari a breve termine a controparti dell'Eurosistema (cfr. *infra*).

## [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 2013 (tav. 18.35) comprende:

- utili netti da negoziazione in cambi (91 milioni) originati per la quasi totalità da vendite di attività in dollari;
- utili netti da negoziazione su titoli in euro (168 milioni);
- utili netti da negoziazione su titoli in valuta (42 milioni) relativi prevalentemente a vendite di titoli denominati in dollari;
- svalutazioni di attività e posizioni finanziarie in valuta (267 milioni) derivanti per la quasi totalità dal deprezzamento del dollaro australiano;
- svalutazioni da prezzo su titoli in euro (8 milioni) e su titoli in valuta (72 milioni, principalmente in dollari);
- l'attribuzione al fondo rischi generali (2.183 milioni).

Tavola 18.35

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2) (migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni (1)
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	300.574	747.528	-446.954
da negoziazione in cambi	90.879	180.675	-89.796
da negoziazione in titoli in euro	168.183	395.917	-227.734
da negoziazione in titoli in valuta	41.779	164.127	-122.348
su contratti derivati in valuta	-1.096	-141	-955
su altre operazioni	829	6.950	-6.121
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-347.053	-4.624	-342.429
da cambio	-266.558	-4	-266.554
da prezzo			
– titoli in euro	-8.472	-81	-8.391
– titoli in valuta	-72.023	-4.539	-67.484
Accantonamenti (-) al fondo rischi generali per rischi di cambio, di prezzo e di credito	-2.183.000	-2.645.000	462.000
<b>Totale</b>	<b>-2.229.479</b>	<b>-1.902.096</b>	<b>-327.383</b>

(1) La variazione negativa evidenzia minori utili o maggiori perdite/svalutazioni; quella positiva maggiori utili o minori perdite/svalutazioni.

## [16] Risultato netto da tariffe e commissioni

Il risultato netto da tariffe e commissioni (voce 3) è stato pari a 16 milioni, sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente. Le *Tariffe e commissioni attive* (sottovoce 3.1) comprendono, in particolare: le tariffe dovute dai partecipanti al sistema TARGET2 (7 milioni), le tariffe sulla gestione dei titoli a garanzia delle operazioni di politica monetaria (6 milioni), le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di amministrazioni pubbliche (5 milioni), le tariffe per le dichiarazioni sostitutive di protesto

(3 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 (10 milioni).

### [17] Rendite da partecipazioni

Le *Rendite da partecipazioni* (voce 4) sono risultate pari a 321 milioni, in aumento di 205 rispetto all'anno precedente. Al risultato del 2013 hanno concorso:

- per 76 milioni il saldo del dividendo della BCE relativo all'esercizio 2012, distribuito nel 2013 (13 milioni nell'esercizio precedente);
- per 245 milioni l'acconto sul dividendo della BCE del 2013 (103 milioni nell'esercizio precedente).

*A integrazione dell'acconto già corrisposto a titolo di dividendo, alla Banca d'Italia è stato versato nel mese di febbraio 2014 un ulteriore importo di 11 milioni.*

### [18] Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario

Il risultato del 2013, pari a 557 milioni (voce 5), riflette:

- il risultato della redistribuzione del reddito monetario, positivo per 498 milioni (1.184 milioni nel 2012). Tale importo rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato dalla Banca, pari a 2.484 milioni, e quello alla stessa redistribuito, pari a 2.982 milioni;
- l'effetto, positivo per 3 milioni, della rideterminazione della redistribuzione del reddito monetario relativo a esercizi precedenti;
- l'azzeramento del fondo connesso con le operazioni di politica monetaria, pari a 56 milioni (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Accantonamenti e Fondo rischi generali*).

*Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette earmarkable) detenute in contropartita delle passività di riferimento (liability base).*

*La liability base di ciascuna BCN è costituita principalmente da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; passività intra Eurosystema (nette) risultanti dalle transazioni TARGET2; passività intra Eurosystema (nette) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosystema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella liability base vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare.*

*Gli attivi earmarkable di ciascuna BCN sono costituiti principalmente da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; titoli detenuti per finalità di politica monetaria; crediti intra Eurosystema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosystema (netti) risultanti dalle transazioni TARGET2; crediti intra Eurosystema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosystema; un determinato ammontare di oro e crediti in oro proporzionato alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'oro è considerato infruttifero; i titoli detenuti per finalità di politica monetaria, acquistati nell'ambito dei Covered Bond Purchase Programme (decisioni 2 luglio 2009, n. 16 e 3 novembre 2011, n. 17 del Consiglio direttivo della BCE), sono considerati fruttiferi in misura pari all'ultimo tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystema. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosystema.*

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'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, ad 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 sopra richiamate 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 2.135 milioni, 787 in più rispetto al 2012 (tav. 18.36). Il significativo miglioramento del risultato riflette i maggiori utili netti da negoziazione dovuti principalmente ai proventi derivanti dall'operazione di cessione, effettuata tramite il relativo conferimento all'FSI, della partecipazione della Banca nel capitale della società Assicurazioni Generali (cfr. il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Portafoglio titoli*). Gli utili netti da negoziazione comprendono inoltre quelli relativi a cessioni di titoli azionari realizzate nell'ambito del processo di graduale ricomposizione del portafoglio azionario quotato.

Tavola 18.36

<b>Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni
Interessi	1.118.721	1.166.931	-48.210
Dividendi da azioni e partecipazioni	197.917	203.771	-5.854
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	794.532	10.386	784.146
Svalutazioni	-9.409	-65.818	56.409
Altre componenti	32.840	32.026	814
<b>Totale</b>	<b>2.134.601</b>	<b>1.347.296</b>	<b>787.305</b>

## [20] Altre rendite

Le *Altre rendite* (voce 8) sono ammontate a 77 milioni, 10 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 18.37).

Tavola 18.37

<b>Altre rendite (voce 8)</b> (migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	29.947	28.182	1.765
Procedure, studi e progettazioni completate	10.752	10.398	354
Diverse	36.678	48.601	-11.923
<b>Totale</b>	<b>77.377</b>	<b>87.181</b>	<b>-9.804</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*. In particolare, nel 2013 sono inclusi rimborsi per la piattaforma TARGET2 per 22 milioni (23 nel 2012).

## [21] Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie

Nel 2012, sulla base dell'art. 40 del precedente Statuto, furono attribuiti alle riserve statutarie, con corrispondente riduzione dell'utile dell'esercizio, 478 milioni. Nel 2013 l'attribuzione non è stata effettuata in virtù dell'abrogazione della norma nel nuovo Statuto.

## [22] Spese e oneri diversi

Le *Spese e oneri diversi* (voce 10) sono risultate pari a 1.815 milioni, in riduzione di 23 rispetto al 2012 (tav. 18.38).

Tavola 18.38

Spese e oneri diversi (voce 10) (migliaia di euro)			
VOCI	2013	2012	Variazioni
Stipendi ed emolumenti per il personale in servizio	599.069	603.297	-4.228
Oneri previdenziali e assicurativi	155.171	155.905	-734
Altre spese relative al personale	47.146	49.951	-2.805
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	293.349	299.143	-5.794
Adeguamento degli accantonamenti al TQP, contribuzione al FPC e altri oneri	63.497	66.122	-2.625
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	3.009	2.879	130
Spese di amministrazione	441.265	442.629	-1.364
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	170.355	173.081	-2.726
Costi per servizi di produzione di banconote	–	–	–
Altre spese	42.222	45.106	-2.884
<b>Totale</b>	<b>1.815.083</b>	<b>1.838.113</b>	<b>-23.030</b>

Al loro interno sono diminuiti, in particolare, i costi per il personale e gli oneri per pensioni e indennità di fine rapporto pagate; sono marginalmente diminuite anche le spese di amministrazione.

Tavola 18.39

Compagine del personale				
CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2013	2012	2013	2012
Direttiva	2.060	2.042	29,5	29,1
Operativa	4.111	4.110	58,8	58,7
Servizi generali e di sicurezza	353	376	5,0	5,4
Operaia	471	479	6,7	6,8
<b>Totale</b>	<b>6.995</b>	<b>7.007</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Personale a contratto	32	32		

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 599 milioni, in diminuzione rispetto all'anno precedente (603 milio-

ni). 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 7.481. La relativa retribuzione lorda media pro capite ha proseguito il trend decrescente attestandosi a 80.083 euro, contro gli 80.477 del 2012.

*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 2013 a 801 milioni.*

Nel 2013 sono state effettuate assegnazioni al TQP per 19 milioni, in relazione 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*).

I *Compensi per organi collegiali centrali e periferici* comprendono, in particolare, gli emolumenti attribuiti al complesso dei Consiglieri superiori, pari a 371.020 euro, al Collegio sindacale, pari a 137.430 euro, e al Direttorio. Con delibera del 28 giugno 2012 il Consiglio superiore ha fissato, a partire dal 1° gennaio 2013, gli emolumenti dei membri del Direttorio in 550.000 euro per il Governatore, 500.000 euro per il Direttore generale e 350.000 euro per ciascuno dei Vice Direttori generali. Da essi continua a essere detratto il 10 per cento ispirandosi ai principi stabiliti nel decreto legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, e confermati dal decreto legge 30 settembre 2013, n. 150, convertito dalla legge 27 febbraio 2014, n. 15, sicché le somme lorde effettivamente percepite sono pari a 495.000 per il Governatore, a 450.000 per il Direttore generale e a 315.000 per i Vice Direttori generali.

Le *Spese di amministrazione* si attestano a 441 milioni (443 nel 2012); al loro interno sono aumentati di 2 milioni i costi per l'assistenza sistemistica (da 34 a 36) e i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno (da 35 a 37). Sono invece diminuiti di 8 milioni (da 44 a 36) gli oneri per le materie prime e i materiali per la produzione delle banconote. Sono rimasti sostanzialmente stabili gli oneri per i servizi di sicurezza e di scorta valori (74 milioni), le spese per la manutenzione degli immobili (58 milioni), i costi delle utenze (29 milioni), gli oneri per teletrasmissioni (16 milioni), le spese per noleggio macchinari (13 milioni) e le spese di partecipazione al sistema TARGET2 (9 milioni).

Le *Altre spese*, pari a 42 milioni, includono oneri di natura fiscale per 37 milioni, di cui 31 per Imu.

### **[23] Proventi e oneri straordinari**

I *Proventi e oneri straordinari* (voce 12) presentano un ammontare netto positivo per 9 milioni. I proventi (sottovoce 12.1), pari a 21 milioni, includono, tra gli altri, l'effetto dell'iscrizione in bilancio di crediti di imposta (8 milioni) ai sensi del decreto legge 2 marzo 2012, n. 16 convertito dalla legge 26 aprile 2012, n. 44; includono, inoltre, rettifiche di costi di competenza di esercizi precedenti (7 milioni). Gli oneri (sottovoce 12.2), pari a 12 milioni, comprendono, in particolare, oneri di natura fiscale (8 milioni) e costi di competenza di esercizi precedenti (3 milioni).

## [24] Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive

Le imposte di competenza dell'esercizio (voce 13), pari a 1.644 milioni, comprendono sia le imposte correnti dovute all'erario sia la variazione delle attività e passività per imposte differite (cfr. la sottovoce *Imposte differite attive* nel paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*).

In particolare, l'Ires dell'esercizio è riferibile per 740 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte, per 589 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile del 2013; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita ha determinato un aumento dell'onere complessivo per 12 milioni. Nel complesso l'Ires dell'anno, comprensiva della fiscalità differita, ammonta a 1.341 milioni (1.571 nel 2012).

*Le imposte correnti dell'anno sono state determinate tenendo conto anche dell'addizionale Ires di 8,5 punti percentuali introdotta dall'art. 2, comma 2, del decreto legge 30 novembre 2013, n. 133, convertito dalla legge 29 gennaio 2014, n. 5.*

L'IRAP ha comportato un onere complessivo di 303 milioni (356 nel 2012), quale risultante di 299 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 4 milioni per variazioni della fiscalità differita.

Per l'analisi delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, cfr. anche il paragrafo: *Commento alle voci dello stato patrimoniale: Altre attività*.

Tavola 18.40

Imposte sul reddito dell'esercizio (voce 13) (migliaia di euro)		
VOCI	2013	2012
Imposte correnti (-)	-1.039.600	-1.133.400
Variazione delle imposte differite attive (+/-)	-603.837	-793.545
Variazione delle imposte differite passive (+/-)	-165	-174
<b>Imposte di competenza dell'esercizio (-)</b>	<b>-1.643.602</b>	<b>-1.927.119</b>

Tavola 18.41

Imposte differite attive - movimenti (migliaia di euro)			
VOCI	Ires	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>4.285.907</b>	<b>12.884</b>	<b>4.298.791</b>
<b>Aumenti</b>	<b>32.353</b>	<b>-</b>	<b>32.353</b>
Imposte anticipate rilevate nell'esercizio	32.353	-	32.353
<b>Diminuzioni</b>	<b>-631.748</b>	<b>-3.641</b>	<b>-635.389</b>
Imposte anticipate annullate nell'esercizio	-631.748	-3.596	-635.344
di cui: <i>relative a perdite fiscali di esercizi precedenti</i>	<i>-588.912</i>	<i>-</i>	<i>-588.912</i>
Riduzioni di aliquote fiscali	-	-45	-45
<b>Importo finale</b>	<b>3.686.512</b>	<b>9.243</b>	<b>3.695.755</b>

Tavola 18.42

<b>Imposte differite passive - movimenti</b> (migliaia di euro)			
VOCI	Ires (1)	IRAP	Totale
<b>Importo iniziale</b>	<b>7.305</b>	<b>1.402</b>	<b>8.707</b>
<b>Aumenti</b>	<b>937</b>	<b>172</b>	<b>1.109</b>
Imposte differite rilevate nell'esercizio	937	172	1.109
<b>Diminuzioni</b>	<b>-136</b>	<b>-7</b>	<b>-143</b>
Imposte differite annullate nell'esercizio	-136	-	-136
Riduzioni di aliquote fiscali	-	-7	-7
<b>Importo finale</b>	<b>8.106</b>	<b>1.567</b>	<b>9.673</b>

(1) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce 11.6 *imposte differite attive*. Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 3.688 milioni (4.291 nel 2012).

## PROPOSTE DEL CONSIGLIO SUPERIORE

Ai sensi dell'art. 40 dello Statuto, il Consiglio superiore, su proposta del Direttore 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 .....	607.063.183
– ai Partecipanti, un dividendo pari a .....	380.000.000
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 5 per cento .....	151.765.796
– allo Stato, la restante somma di .....	<u>1.896.486.935</u>
Totale	<u>3.035.315.914</u>

IL GOVERNATORE  
Ignazio Visco

## 19. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

### RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTOVENTESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA  
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2013

*Signori Partecipanti,*

abbiamo esaminato il bilancio dell'esercizio 2013 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 2013 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 esautiva informativa in Nota Integrativa e Relazione sulla Gestione:

- a) L'iscrizione nello stato patrimoniale delle imposte differite attive, originatesi prevalentemente dal riporto in avanti della residua perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio di cui alla legge 27 dicembre 2002, n. 289, si basa sulla ragionevole certezza di recuperarne fiscalmente l'intero ammontare, tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le attività per imposte differite diminuiscono di 604 milioni di euro (da 4.291 milioni a 3.687 milioni).
- b) Il Consiglio superiore ha deliberato di assegnare 2.183 milioni di euro al fondo rischi generali ora espressamente previsto dall'art. 41 del nuovo Statuto.
- c) Gli "accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale" ammontano a 19 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 che corredata il bilancio di esercizio e la riteniamo coerente con il bilancio stesso.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 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.

Abbiamo vigilato sulla legittimità e sulla corretta esecuzione degli adempimenti previsti in occasione delle modifiche dello Statuto della Banca deliberate dall'Assemblea Straordinaria in data 23 dicembre 2013, comportanti tra l'altro, l'aumento del capitale sociale a 7,5 miliardi di euro, attuato attraverso l'imputazione al capitale di parte delle Riserve statutarie.

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 .....	€ 554.399.390.883
Passività .....	€ 527.826.221.224
Capitale e riserve .....	€ <u>23.537.853.745</u>
Utile netto dell'esercizio .....	€ <u>3.035.315.914</u>

I conti d'ordine, pari a € 615.442.986.483 euro, rappresentano impegni, operazioni a termine, garanzie ricevute e prestate, depositi di terzi in titoli e valori.

Il Consiglio superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 40 dello Statuto, il seguente riparto dell'utile netto:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento .....	€ 607.063.183
– ai Partecipanti, un dividendo pari a .....	€ 380.000.000
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 5 per cento .....	€ 151.765.796
– allo Stato, il residuo di .....	€ <u>1.896.486.935</u>
Totale .....	€ <u>3.035.315.914</u>

*Signori Partecipanti,*

avuto anche presente il disposto dell'art. 39, 2° comma dello Statuto, Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 2013 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 2014

IL COLLEGIO SINDACALE

DARIO VELO (PRESIDENTE)

LORENZO DE ANGELIS

GIOVANNI FIORI

GIAN DOMENICO MOSCO

SANDRO SANDRI



**DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ  
CONTROLLATE E COLLEGATE**

**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2013**

ATTIVO	(importi in euro)	
	31.12.2013	31.12.2012
<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	2.298	747
7) altre	342.906	–
<i>Totale</i>	345.204	747
II <i>Materiali</i>		
1) terreni e fabbricati	78.902.504	79.918.992
4) altri beni	178.005	122.785
<i>Totale</i>	79.080.509	80.041.777
III <i>Finanziarie</i>		
2) crediti		
d) verso altri		
– entro 12 mesi	6.053	11.144
<i>Totale</i>	6.053	11.144
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>79.431.766</b>	<b>80.053.668</b>
<b>C Attivo circolante</b>		
II <i>Crediti</i>		
1) verso clienti	1.084.469	673.303
– entro 12 mesi	1.084.469	664.562
– oltre 12 mesi	–	8.741
4bis) per crediti tributari	250.127	355.947
– entro 12 mesi	250.127	355.947
4ter) per imposte anticipate	1.818.658	1.682.334
– entro 12 mesi	1.818.658	1.682.334
5) verso altri	4.406	65.469
– entro 12 mesi	4.406	65.469
<i>Totale</i>	3.157.660	2.777.053
III <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
6) altri titoli	31.640.000	29.252.081
<i>Totale</i>	31.640.000	29.252.081
IV <i>Disponibilità liquide</i>		
1) depositi bancari e postali	25.282.036	29.587.273
3) denaro e valori in cassa	280	1.835
<i>Totale</i>	25.282.316	29.589.108
<b>Totale attivo circolante</b>	<b>60.079.976</b>	<b>61.618.242</b>
<b>D Ratei e risconti</b>		
Vari	712.254	692.865
<b>Totale ratei e risconti</b>	<b>712.254</b>	<b>692.865</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>140.223.996</b>	<b>142.364.775</b>

**STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2013**

PASSIVO	(importi in euro)	
	31.12.2013	31.12.2012
<b>A Patrimonio netto</b>		
I Capitale	107.000.000	107.000.000
III Riserva di rivalutazione	16.668.304	16.668.304
IV Riserva legale	3.758.142	3.543.000
VII Altre riserve		
Riserva straordinaria o facoltativa	2.154.198	2.143.926
Totale	2.154.198	2.143.926
VIII Utili (perdite) portati a nuovo		
IX Utile d'esercizio	1.415.823	2.151.416
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>130.996.467</b>	<b>131.506.646</b>
<b>B Fondi per rischi e oneri</b>		
2) fondi per imposte, anche differite	735.320	1.082.556
3) altri	4.990.000	4.610.000
<b>Totale fondi per rischi e oneri</b>	<b>5.725.320</b>	<b>5.692.556</b>
<b>C Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato</b>	<b>446.168</b>	<b>404.375</b>
<b>D Debiti</b>		
6) acconti	–	25.000
– entro 12 mesi	–	25.000
7) debiti verso fornitori	1.676.725	1.619.373
– entro 12 mesi	1.676.725	1.619.373
12) debiti tributari	43.925	1.553.805
– entro 12 mesi	43.925	1.553.805
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	80.297	61.553
– entro 12 mesi	80.297	61.553
14) altri debiti	1.255.094	1.483.248
– entro 12 mesi	1.255.094	1.483.248
<b>Totale debiti</b>	<b>3.056.041</b>	<b>4.742.979</b>
<b>E Ratei e risconti</b>		
Vari	–	18.219
<b>Totale ratei e risconti</b>	<b>–</b>	<b>18.219</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>140.223.996</b>	<b>142.364.775</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	–
4) altri conti d'ordine	1.905.529	2.351.257
<b>Totale conti d'ordine</b>	<b>1.905.530</b>	<b>2.351.257</b>

**CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2013**

	(importi in euro)	
	2013	2012
<b>A Valore della produzione</b>		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	7.365.987	7.161.346
5) altri ricavi e proventi (vari)	1.563.827	1.214.825
<b>Totale valore della produzione</b>	<b>8.929.814</b>	<b>8.376.171</b>
<b>B Costi della produzione</b>		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	12.196	7.657
7) per servizi	4.941.754	3.346.830
8) per godimento di beni di terzi	107.388	2.430
9) per il personale		
a) salari e stipendi	620.095	412.921
b) oneri sociali	220.982	138.799
c) trattamento di fine rapporto	50.551	42.061
e) altri costi	5.209	4.624
<i>Totale</i>	896.837	598.405
10) ammortamenti e svalutazioni		
a) ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	75.653	373
b) ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	940.370	944.410
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	176.967	159.000
<i>Totale</i>	1.192.990	1.103.783
12) accantonamenti per rischi	380.000	–
13) altri accantonamenti	–	1.208.020
14) oneri diversi di gestione	2.164.733	2.051.179
<b>Totale costi della produzione</b>	<b>9.695.898</b>	<b>8.318.304</b>
<b>Differenza tra valore e costi di produzione (A–B)</b>	<b>(766.084)</b>	<b>57.867</b>
<b>C Proventi e oneri finanziari</b>		
15) proventi da partecipazione		
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	785.297	827.672
d) proventi diversi dai precedenti (altri)	1.378.452	1.235.189
<i>Totale</i>	2.163.749	2.062.861
17) interessi e altri oneri finanziari (altri)	17.821	38.938
<b>Totale proventi e oneri finanziari</b>	<b>2.145.928</b>	<b>2.023.923</b>
<b>D Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>		
19) svalutazioni		
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante	133.340	–
<b>Totale rettifiche di valore di attività finanziarie</b>	<b>(133.340)</b>	<b>–</b>
<b>E Proventi e oneri straordinari</b>		
20) proventi		
– plusvalenze da alienazioni	407.672	1.336.307
– varie	1.641.021	1.075.672
<i>Totale</i>	2.048.693	2.411.979
21) oneri (varie)	114.398	270.446
<b>Totale delle partite straordinarie</b>	<b>1.934.295</b>	<b>2.141.533</b>
<b>Risultato prima delle imposte (A–B±C±D±E)</b>	<b>3.180.799</b>	<b>4.223.323</b>
22) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
a) imposte correnti	2.248.536	2.299.436
b) imposte differite	(347.236)	(106.365)
c) imposte anticipate	(136.324)	(121.164)
<i>Totale</i>	1.764.976	2.071.907
<b>23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO</b>	<b>1.415.823</b>	<b>2.151.416</b>

**SITUAZIONE PATRIMONIALE - FINANZIARIA AL 31 DICEMBRE 2013**

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	31.12.2013	31.12.2012 (*)
<b>Attivo non corrente</b>		
Immobilizzazioni materiali	136.080	135.715
Investimenti immobiliari	12.963	13.096
Attività biologiche	1.693	1.934
Immobilizzazioni immateriali	18	21
Attività finanziarie disponibili per la vendita	2.505	3.089
Crediti	85	80
<b>Totale attivo non corrente</b>	<b>153.344</b>	<b>153.935</b>
<b>Attivo corrente</b>		
Rimanenze	4.486	4.417
Attività biologiche	1.098	921
Crediti verso clienti	1.645	1.764
Altre attività correnti	1.529	2.470
Disponibilità liquide	3	17
<b>Totale attivo corrente</b>	<b>8.761</b>	<b>9.589</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>162.105</b>	<b>163.524</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>Patrimonio netto</b>		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserva di Fair value	808	560
Altre riserve	2.936	2.936
Utili indivisi	106.170	106.381
Utile (perdita) dell'esercizio	245	36
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>115.953</b>	<b>115.707</b>
<b>Passivo non corrente</b>		
Fondo Imposte e Imposte differite	33.978	34.145
Fondo TFR	346	347
Finanziamenti a lungo termine	4.615	4.912
Altri fondi	40	386
Altri debiti non correnti	969	973
<b>Totale passivo non corrente</b>	<b>39.948</b>	<b>40.763</b>
<b>Passivo corrente</b>		
Debiti verso fornitori	832	827
Finanziamenti a breve termine	3.879	4.603
Altri debiti	1.493	1.624
<b>Totale passivo corrente</b>	<b>6.204</b>	<b>7.054</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>162.105</b>	<b>163.524</b>

(\*) I valori del 2012 riflettono l'applicazione dello IAS 19 revised.

**CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 2013**

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2013	2012 (*)
Ricavi delle vendite	7.303	8.101
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	136	(213)
Altri ricavi	3.515	3.366
Incrementi per lavori interni	298	298
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>11.252</b>	<b>11.552</b>
<b>COSTI OPERATIVI</b>		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(111)	(25)
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.715	2.532
Costi per servizi e godimento beni di terzi	2.216	2.209
Costi per il personale	3.131	3.058
Ammortamenti e svalutazioni	1.706	1.389
Accantonamenti per rischi e oneri	32	77
Altri costi operativi	951	1.599
Oneri connessi agli eventi sismici	–	306
<b>TOTALE COSTI OPERATIVI</b>	<b>10.640</b>	<b>11.145</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>612</b>	<b>407</b>
<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>(139)</b>	<b>(169)</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>473</b>	<b>238</b>
Imposte sul reddito del periodo	(228)	(202)
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>245</b>	<b>36</b>
<i>Utile (perdita) per azione (in euro):</i>		
– base	0,043606	0,006547
– diluito	0,043606	0,006547

**CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO AL 31 DICEMBRE 2013**

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2013	2012 (*)
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>245</b>	<b>36</b>
Utili/perdite della rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita (Riserva da fair value titoli)		
Utili da fair value	327	285
Perdita da fair value	–	–
Effetto fiscale	(4)	4
Utile (perdita) attuariale su piani a benefici definiti	(21)	(20)
<b>Totale altri utili/perdite al netto dell'effetto fiscale</b>	<b>302</b>	<b>269</b>
<b>RISULTATO COMPLESSIVO DEL PERIODO</b>	<b>547</b>	<b>305</b>
<i>Utile (perdita) per azione (in euro):</i>		
– base	0,09718	0,05446
– diluito	0,09718	0,05446

(\*) I valori del 2012 riflettono l'applicazione dello IAS 19 revised.



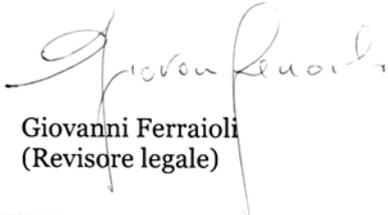
## RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 39 DELLO STATUTO DI BANCA D'ITALIA

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 2013. La responsabilità della redazione del bilancio, in conformità ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa, compete agli Organi Direttivi dell'Istituto. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo i principi di revisione emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Organi Direttivi. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.  
  
Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi secondo quanto richiesto dalla legge, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 24 maggio 2013.
- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio di Banca d'Italia al 31 dicembre 2013 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, mediante accantonamento a carico del conto economico dell'esercizio.

Roma, 14 maggio 2014

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 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** 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 Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 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

[www.pwc.com/it](http://www.pwc.com/it)



# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2013 (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	- RAGIONIERE GENERALE
Ebe BULTRINI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RISORSE INFORMATICHE E RILEVAZIONI STATISTICHE
Umberto PROIA	- SEGRETARIO GENERALE CON DELEGA TEMPORANEA PER L'AREA CIRCOLAZIONE MONETARIA
Eugenio GAIOTTI	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA RICERCA ECONOMICA E RELAZIONI INTERNAZIONALI
Marino Ottavio PERASSI	- AVVOCATO GENERALE
Nunzio MINICHIELLO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA PATRIMONIO IMMOBILIARE E ACQUISTI
Emerico Antonio ZAUTZIK	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA BANCA CENTRALE, MERCATI E SISTEMI DI PAGAMENTO
Carmelo BARBAGALLO	- DIRETTORE CENTRALE PER L'AREA VIGILANZA BANCARIA E FINANZIARIA
Daniele FRANCO	- RAGIONIERE GENERALE DELLO STATO
Vieri CERIANI	- CONSIGLIERE PER LE POLITICHE FISCALI PRESSO IL MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

\* \* \*

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA
------------------	--

(1) Per i cambiamenti intervenuti al 30.5.2014 cfr. prospetto seguente.

# AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 30 MAGGIO 2014

## 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

\* \* \*

Claudio CLEMENTE	- DIRETTORE DELL'UNITÀ DI INFORMAZIONE FINANZIARIA
------------------	--