

BANCA D'ITALIA

**ASSEMBLEA
GENERALE ORDINARIA
DEI PARTECIPANTI**

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 2005

ANNO 2004
CENTOUNDICESIMO ESERCIZIO



RELAZIONE DEL GOVERNATORE

SULL'ESERCIZIO 2004

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

INDICE GENERALE

I – RELAZIONE ECONOMICA	pag.
L'ECONOMIA INTERNAZIONALE	15
REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI	95
LA FINANZA PUBBLICA	202
LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI	243
 II – FUNZIONI DI VIGILANZA	
L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI	339
PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO	415
LA SUPERVISIONE SUI MERCATI	427
LA SORVEGLIANZA E L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO	455
 III – CONSIDERAZIONI FINALI	491
 IV – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA	
LE ATTIVITÀ E L'ORGANIZZAZIONE DELLA BANCA	3*
IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA: NOTA INTEGRATIVA	19*
RELAZIONE DEI SINDACI	65*
SITUAZIONE PATRIMONIALE E CONTO ECONOMICO	71*
BILANCI DELLE SOCIETÀ CONTROLLATE E COLLEGATE	75*

APPENDICE (*in volume separato*)

RELAZIONE ECONOMICA

	Pag.
A – L’ECONOMIA INTERNAZIONALE	15
I risultati dell’anno	15
Gli Stati Uniti	17
L’area dell’euro	20
L’Asia	20
Le prospettive	22
LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE	
La congiuntura negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito	24
Le politiche economiche negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito	32
La congiuntura e le politiche economiche nei paesi nuovi membri della UE	37
Le altre economie asiatiche	40
La congiuntura e le politiche economiche negli altri paesi emergenti	45
I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI	48
I mercati finanziari nei paesi industriali	49
I prezzi delle abitazioni nei paesi industriali	57
I mercati valutari	60
I mercati finanziari nei paesi emergenti	64
I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI	
Il commercio internazionale	67
La liberalizzazione del commercio nel settore tessile e dell’abbigliamento	69
I prezzi delle materie di base	72
Le bilance dei pagamenti	75
I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti	81
LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE	
L’assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale	85
La prevenzione e risoluzione delle crisi finanziarie internazionali	87
Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento allo sviluppo	91
 B – REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI	
L’area dell’euro	95
L’attività economica in Italia	97
I tratti salienti dell’ultimo quadriennio	101
Le tendenze più recenti	105
LA DOMANDA	107
L’AREA DELL’EURO	
I consumi delle famiglie	107
Gli investimenti	108
Le esportazioni e le importazioni	110
L’ECONOMIA ITALIANA	
I consumi delle famiglie	111
Gli investimenti	116
Le indagini della Banca d’Italia sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti	120
Le esportazioni e le importazioni	123

L'OFFERTA INTERNA	
I settori produttivi e la demografia d'impresa	130
Le difficoltà competitive dell'industria manifatturiera	132
Le privatizzazioni e la regolazione dei mercati	137
Diritto e competitività delle imprese	141
La congiuntura e le politiche economiche regionali	143
IL MERCATO DEL LAVORO	
L'area dell'euro	147
La composizione dell'occupazione in Italia	150
L'input di lavoro e gli andamenti settoriali in Italia	156
La disoccupazione e l'offerta di lavoro	161
Le retribuzioni e il costo del lavoro in Italia	164
I PREZZI E I COSTI	167
I prezzi e i costi nell'area dell'euro	169
I prezzi e i costi in Italia	175
Le aspettative d'inflazione	179
Le politiche di prezzo delle imprese nell'area dell'euro	180
LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO	
L'area dell'euro	183
L'Italia	188
C – LA FINANZA PUBBLICA	202
LA POLITICA DI BILANCIO DEL 2004	
L'area dell'euro	205
L'Italia	207
L'ANDAMENTO DELLE ENTRATE E DELLE SPESE IN ITALIA	
Le entrate delle Amministrazioni pubbliche	219
Le spese delle Amministrazioni pubbliche	223
Le Amministrazioni locali	228
LE PROSPETTIVE	
La politica di bilancio nell'area dell'euro	232
La politica di bilancio in Italia	235
D – LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI	243
LA POLITICA MONETARIA	
I tassi di interesse e il cambio	247
La moneta e il credito	252
La gestione della politica monetaria nell'area dell'euro	256
IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE	259
Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie	260
Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese	265
Le condizioni finanziarie delle imprese italiane	270
LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI	275
I prestiti	277
Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse	288
La raccolta e i titoli in deposito presso le banche	291
Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche	293
I conti economici	296

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI	301
I fondi comuni di investimento	303
Le gestioni di patrimoni mobiliari	311
Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione	312
IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI	318
I titoli del settore pubblico	319
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche	324
Il mercato azionario	330

FUNZIONI DI VIGILANZA

E – L’ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI	339
IL QUADRO NORMATIVO	
La cooperazione internazionale e la regolamentazione comunitaria	344
La legislazione nazionale	350
La normativa secondaria	353
STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO	360
Le banche e i gruppi bancari	361
Le società di gestione del risparmio	367
Le società di intermediazione mobiliare	371
Le società finanziarie	372
I fondi pensione bancari interni	374
REDDITIVITÀ, RISCHI E PATRIMONIO DEGLI INTERMEDIARI	
Le banche	375
Le società di gestione del risparmio	388
Le società di intermediazione mobiliare	390
Le società finanziarie	392
I CONTROLLI	
Linee evolutive delle modalità di controllo	394
I controlli sulle banche e sui gruppi bancari	394
I controlli sulle società di gestione del risparmio e sulle società di intermediazione mobiliare	401
I controlli sulle società finanziarie	403
Le ispezioni	404
Le procedure straordinarie e altre procedure speciali	407
La tutela della trasparenza delle operazioni bancarie e finanziarie	409
L’accesso al mercato dei valori mobiliari	410
L’attività sanzionatoria	413
I rapporti con l’Autorità giudiziaria e le Amministrazioni pubbliche. La prevenzione della criminalità economica	413
 F – PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO	
Lo sviluppo della concorrenza	415
La tutela della concorrenza	417
L’attività di tutela della concorrenza svolta nel 2004	419
I procedimenti comunitari nel settore bancario	425

G – LA SUPERVISIONE SUI MERCATI	427
LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE E IL QUADRO NORMATIVO	
La cooperazione internazionale	430
La normativa comunitaria	432
L’attività normativa in Italia	434
LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI NEGOZIAZIONE.....	435
Il mercato all’ingrosso dei titoli di Stato	436
Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)	442
Interventi di vigilanza	444
LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GA- RANZIA	447
I servizi di gestione accentrata	447
Il regolamento delle transazioni in titoli	448
I servizi di compensazione e garanzia	451
Interventi di vigilanza	453
H – LA SORVEGLIANZA E L’OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO	455
L’ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA	
Il quadro normativo	460
Gli strumenti di pagamento tradizionali	462
Gli strumenti di pagamento innovativi	467
Le infrastrutture e i sistemi	471
L’OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO	
Il regolamento in base monetaria	473
Le attività di analisi e controllo di BI-REL e BI-COMP	479
Il progetto TARGET2	481
I servizi di corrispondenza	483
L’emissione di vaglia cambiari e i depositi a garanzia dell’emissione di assegni circolari	484
La Centrale di allarme interbancaria	485
I servizi di pagamento offerti alle Amministrazioni pubbliche.....	487

I. – RELAZIONE ECONOMICA

AVVERTENZE

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

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

A – L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

I risultati dell'anno

Nel 2004 l'espansione dell'economia mondiale, avviatasi alla metà dell'anno precedente, si è rafforzata. Ha tratto sostegno dal permanere di condizioni finanziarie favorevoli e dal miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale delle imprese. Il rialzo del prezzo del petrolio, più marcato e persistente di quanto inizialmente atteso, ha inciso in misura limitata, inducendo un rallentamento dell'attività produttiva nella parte centrale dell'anno. Nei paesi industriali l'inflazione di fondo, corrente e attesa, è leggermente aumentata, mantenendosi su livelli contenuti. L'impulso fortemente espansivo impresso dalle politiche economiche nel precedente triennio si è attenuato. Da giugno la Riserva federale ha avviato un'azione volta a rendere gradualmente meno accomodanti le condizioni monetarie; i tassi di riferimento sono stati innalzati anche nel Regno Unito e in altri paesi. Nelle principali aree industriali i disavanzi pubblici hanno cessato di ampliarsi.

L'attività produttiva mondiale ha continuato a essere trainata dagli elevati ritmi di sviluppo negli Stati Uniti e nei paesi emergenti dell'Asia. I divari di crescita della domanda fra le principali aree sono rimasti ampi. Hanno determinato un ulteriore aumento del disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti. Il deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute, in atto dall'inizio del 2002, è proseguito nell'ultimo trimestre del 2004. Come nel 2003, l'indebolimento della moneta americana è stato contenuto dall'attuazione, in numerosi paesi emergenti, di strategie volte a contrastare il rafforzamento delle proprie valute accumulando riserve in dollari.

Nel corso del 2004 è proseguita l'ascesa del prezzo del petrolio avviatasi nella primavera del 2003. Vi hanno contribuito vari fattori, sia di domanda sia di offerta. La domanda mondiale di petrolio, la cui stima è stata rivista più volte al rialzo, è stata sospinta dall'espansione dei consumi energetici in Cina e negli altri paesi emergenti dell'Asia e, nella parte finale dell'anno, anche negli Stati Uniti. Le tensioni in Medio Oriente e l'erosione dei margini di capacità inutilizzata nei paesi produttori dell'OPEC hanno reso più rigida l'offerta. Nell'anno il prezzo medio delle principali qualità di greggio ha sfiorato i 40 dollari al barile, con un incremento del 30 per

cento rispetto al 2003; in termini reali (rapportato ai prezzi internazionali dei manufatti), esso si colloca su un livello prossimo a quello prevalente alla metà degli anni ottanta, prima del contro shock petrolifero. I prezzi delle altre materie di base, in particolare dei metalli, anch'essi in rialzo dal 2003, hanno continuato ad aumentare a ritmi sostenuti, riflettendo soprattutto l'espansione della domanda delle economie emergenti dell'Asia; ne hanno beneficiato i paesi esportatori dell'America latina e dell'Africa.

I mercati finanziari internazionali sono stati caratterizzati da stabilità, favorita dall'abbondanza di liquidità e dal rafforzamento del ciclo. I rendimenti obbligazionari statunitensi si erano rapidamente innalzati all'inizio della primavera del 2004, in connessione con l'emergere di incertezze sull'intensità dell'azione restrittiva della Riserva federale. Essi si sono poi riportati sui livelli contenuti di inizio d'anno, sui quali si sono mantenuti, pur con fluttuazioni, anche nei primi mesi del 2005. Nel corso dell'anno le quotazioni azionarie nei principali paesi industriali sono rimaste sostanzialmente invariate, sui livelli elevati raggiunti alla fine del 2003. I premi per il rischio sulle obbligazioni private, dopo un temporaneo rialzo nei primi mesi del 2004, sono tornati a ridursi, beneficiando del miglioramento della redditività delle imprese. Nei primi mesi dell'anno in corso i segnali di un rallentamento, non previsto, dell'economia statunitense hanno indotto un rialzo dei premi per il rischio.

Nella media del 2004 il ritmo di sviluppo del prodotto mondiale è salito, dal 4,0 nell'anno precedente, al 5,1 per cento, il valore più elevato dal 1976. L'incremento del commercio mondiale è stato del 9,9 per cento; l'espansione degli scambi è risultata doppia rispetto a quella dell'attività produttiva, in linea con la tendenza di lungo periodo. Nei paesi dell'Asia e in quelli dell'Europa centrale e orientale le esportazioni sono cresciute a ritmi superiori al 15 per cento. Nei paesi dell'area dell'euro le vendite all'estero, che avevano ristagnato nel 2003, sono aumentate del 6,3 per cento.

Nel 2004 nelle economie emergenti e nei PVS la crescita ha raggiunto il 7 per cento, dal 6 nell'anno precedente. La Cina, la Russia e l'India hanno registrato tassi di sviluppo superiori alla media. In America latina il prodotto ha accelerato al 5,7 per cento (2,2 per cento nel 2003), riflettendo la forte ripresa in Brasile e in Messico e la prosecuzione della crescita in Argentina agli alti ritmi dell'anno precedente. In Africa l'attività produttiva è aumentata del 5,1 per cento (4,6 per cento nel 2003), consentendo un incremento del reddito pro capite del 2,9 per cento, il più elevato dal 1996; ritmi di sviluppo analoghi sono stati conseguiti anche nell'area subsahariana. Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che, dal 1° maggio del 2004, sono entrati a far parte della Unione europea (UE) l'attività produttiva ha accelerato rispetto all'anno precedente; in Polonia e

in Ungheria il prodotto è aumentato del 5,3 e del 4,0 per cento, rispettivamente, grazie anche al positivo apporto del settore estero.

L'abbondante liquidità, assieme al miglioramento delle condizioni macroeconomiche, ha favorito un ulteriore, significativo aumento dei flussi di capitale privato alle economie emergenti di cui circa i due terzi si sono diretti verso i paesi dell'Asia. Le favorevoli condizioni di accesso al credito internazionale hanno stimolato un aumento dell'indebitamento dei paesi emergenti, anche con l'obiettivo da parte dei debitori di allungare la scadenza e di ridurre i costi. Il debito dei settori pubblici, in larga parte detenuto da operatori esteri, rimane tuttavia ancora elevato, sebbene lo scorso anno sia diminuito in rapporto al prodotto in numerosi paesi.

Alla fine di febbraio 2005 sono scaduti i termini di adesione alla proposta delle autorità argentine di ristrutturazione del debito pubblico, che era stato dichiarato in stato di insolvenza all'inizio del 2002. La proposta è stata sottoscritta dai creditori per un importo complessivo di 62,3 miliardi di dollari, pari al 76,2 per cento del controvalore facciale del debito da ristrutturare. In occasione dei recenti incontri presso il Fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca Mondiale, la comunità internazionale, allo scopo di evitare un precedente gravemente negativo per gli equilibri finanziari mondiali, ha sollecitato le autorità argentine ad affrontare e definire in tempi rapidi la ristrutturazione della parte restante del debito.

Gli Stati Uniti

Nel 2004 negli Stati Uniti la crescita del prodotto è salita al 4,4 per cento, dal 3,0 nell'anno precedente, sospinta dall'ulteriore aumento dei profitti e della ricchezza delle famiglie; si è attenuato l'orientamento fortemente espansivo assunto dalla politica economica negli anni precedenti. Grazie ai cospicui guadagni di produttività che hanno contenuto il costo del lavoro, il rincaro del petrolio ha avuto riflessi limitati sull'inflazione di fondo; dopo l'aumento nei primi mesi dell'anno, questa si è stabilizzata su valori moderati. Anche le aspettative sull'evoluzione dei prezzi nel lungo periodo, desumibili dagli indicatori finanziari e dalle inchieste presso gli operatori, sono rimaste basse e stabili.

In tale contesto la Riserva federale, da giugno, ha mutato l'orientamento della politica monetaria: il tasso di interesse obiettivo sui federal funds, ridotto sino all'1 per cento nel giugno del 2003, è stato aumentato otto volte, fino al 3 per cento nel maggio dell'anno in corso. Calcolati sulla base dell'inflazione di fondo, i tassi di interesse reali a breve termine, pressoché nulli all'inizio del 2004, sono saliti di oltre un punto percentuale.

L'inversione della politica monetaria, predisposta dalla banca centrale nei mesi precedenti con particolare cura degli aspetti di comunicazione agli operatori, non ha avuto ripercussioni sui mercati finanziari. Contrariamente a quanto avvenuto in occasione dell'inversione nel febbraio del 1994, i rendimenti sulle scadenze più lunghe sono diminuiti.

Anche l'indirizzo della politica di bilancio è divenuto meno espansivo, ma sui conti pubblici hanno continuato a pesare gli effetti delle misure prese negli anni precedenti. Nell'esercizio fiscale 2004 il disavanzo federale, beneficiando della forte crescita dell'attività produttiva, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2003, al 3,6 per cento del prodotto; l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso leggermente, dal 4,6 al 4,4 per cento del prodotto. Nell'esercizio fiscale 2005, secondo le valutazioni più recenti del Congressional Budget Office, il disavanzo federale dovrebbe ridursi lievemente, al 3,2 per cento del prodotto.

Nel 2004 i consumi privati hanno continuato a fornire il principale sostegno alla crescita della domanda, segnando nell'anno un'espansione di poco inferiore al 4 per cento. Con il ritorno a ritmi di incremento dell'occupazione in linea con quelli realizzati in precedenti fasi di espansione, le condizioni del mercato del lavoro, correnti e attese, sono nettamente migliorate, sostenendo la spesa delle famiglie. Un importante impulso è derivato anche dall'aumento della ricchezza netta, reale e finanziaria. Il tasso di risparmio delle famiglie è sceso alla fine dell'anno su livelli storicamente bassi.

L'attività di accumulazione si è rafforzata rispetto al 2003; grazie alla crescita dei profitti, l'aumento degli investimenti ha potuto essere finanziato agevolmente, senza ostacolare il consolidamento patrimoniale delle imprese. L'espansione dei profitti avviatasi all'inizio del 2002 appare eccezionale se raffrontata con analoghe fasi cicliche; è da ricondurre alla moderazione salariale e, soprattutto, agli elevati incrementi di produttività derivanti dalla diffusione e dall'utilizzo sempre più pervasivo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Pur registrando una forte decelerazione nel secondo semestre, la produttività del lavoro nel settore privato, nel 2004, è aumentata del 4,1 per cento, a fronte del 4,4 nel precedente biennio e del 2,5 nella seconda metà degli anni novanta. Il rallentamento negli ultimi trimestri è da ricondurre alla ripresa della crescita dell'occupazione nei servizi; nel settore manifatturiero la produttività ha continuato a espandersi a ritmi superiori al 5 per cento.

Il permanere di un divario di crescita della domanda interna rispetto a quella prevalente nelle altre principali aree industriali ha determinato un ulteriore peggioramento del profondo, strutturale squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti: in rapporto al prodotto, il disavanzo di parte cor-

rente della bilancia dei pagamenti è aumentato dal 4,8 per cento nel 2003 al 5,7 nel 2004. L'indebolimento del dollaro è stato insufficiente a invertire la tendenza all'aumento del deficit commerciale. Assieme alla ripresa dei corsi azionari e obbligazionari sui mercati internazionali, ha però contribuito a contenere l'espansione del debito netto estero degli Stati Uniti. Si può stimare che nel triennio 2002-04 tale effetto si sia commisurato alla metà circa del disavanzo corrente cumulato nello stesso periodo; anche in conseguenza dell'elevata crescita del prodotto, dal 2002 il rapporto tra debito estero netto e PIL è rimasto sostanzialmente stabile, attorno al 25 per cento.

Nel 2004 il disavanzo esterno degli Stati Uniti ha continuato a essere finanziato in un contesto di relativa stabilità del dollaro e di tassi di interesse bassi. Circa un quarto degli afflussi netti di fondi dall'estero è derivato dall'acquisizione di attività denominate nella valuta statunitense, principalmente titoli obbligazionari pubblici, effettuata da parte delle autorità di altri paesi, in particolare quelle della Cina e del Giappone.

Anche in conseguenza dell'attuazione di strategie di cambio aventi come riferimento la moneta statunitense, il deprezzamento del dollaro, in termini effettivi, è stato, finora, del 15 per cento dal febbraio 2002. Al termine dei recenti incontri di Washington i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno ribadito che, al fine di favorire la correzione graduale, diffusa e basata su meccanismi di mercato, degli squilibri finanziari mondiali, è auspicabile una maggiore flessibilità dei tassi di cambio di quelle valute che mancano di questo requisito.

Secondo recenti valutazioni dell'OCSE – nell'ipotesi che il dollaro non si deprezzi ulteriormente e che permanga un differenziale positivo di crescita della domanda interna degli Stati Uniti rispetto a quella delle altre principali economie industriali, seppure inferiore a quello attuale – il disavanzo corrente statunitense aumenterebbe ancora, fino al 7 per cento del prodotto alla fine del decennio in corso. Queste tendenze segnalano la necessità di una più rapida espansione della domanda interna in Europa e in Asia e soprattutto di un aumento del risparmio, privato e pubblico, degli Stati Uniti che attualmente si colloca su livelli molto bassi (2,0 per cento del prodotto, al netto degli ammortamenti). Il piano di bilancio presentato dall'Amministrazione lo scorso febbraio, tuttora in fase di valutazione da parte del Congresso, delinea una graduale riduzione del disavanzo federale nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del prodotto nel 2010. Da parte di numerosi analisti sono stati espressi dubbi circa la possibilità di conseguire questo obiettivo, in relazione alle difficoltà politiche connesse con il ridimensionamento delle spese discrezionali, incluse quelle per la difesa.

L'area dell'euro

Nel 2004 nell'area dell'euro l'attività produttiva è tornata a espandersi dopo il ristagno nell'anno precedente (cfr. la sezione B: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*). Il prodotto è aumentato del 2,1 per cento; il divario di crescita rispetto agli Stati Uniti si è mantenuto elevato, prossimo a quello registrato nel 2003. Dopo l'aumento nella prima metà dell'anno, sospinto dalla ripresa dei consumi, l'attività produttiva si è indebolita, risentendo soprattutto dell'andamento negativo del settore estero. I consumi delle famiglie sono aumentati dell'1,2 per cento nella media dell'anno, segnando una decelerazione nel secondo semestre. La spesa per investimenti, in diminuzione dal 2001, è tornata a espandersi. La ripresa, tuttavia, è stata debole, soprattutto ove si tenga conto del recupero di redditività delle imprese e del permanere di favorevoli condizioni monetarie e finanziarie. Il contributo del settore estero, pressoché nullo nella media dell'anno, è risultato negativo nel secondo semestre, principalmente in seguito all'accelerazione delle importazioni.

Nel 2004 l'inflazione al consumo, risentendo del rincaro energetico, è progressivamente aumentata, dall'1,9 per cento in gennaio al 2,4 in dicembre; nel marzo scorso si è ridotta al 2,1 per cento. L'Eurosistema ha mantenuto invariato, al 2 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; le condizioni monetarie nell'area sono rimaste accomodanti (cfr. la sezione D: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito, dal 2,9 per cento nel 2003 al 2,8 per cento del prodotto (cfr. la sezione C: *La finanza pubblica*). Nel 2004 l'orientamento della politica di bilancio è stato neutrale; secondo recenti stime della Commissione europea, depurato degli effetti del ciclo, il disavanzo è rimasto stabile rispetto al 2003, al 2,3 per cento del prodotto; anche la componente strutturale dell'avanzo primario si sarebbe mantenuta pressoché invariata, all'1,0 per cento del prodotto.

L'Asia

Nel 2004 in Giappone il prodotto è aumentato del 2,7 per cento (1,4 nel 2003). L'espansione, avviatasi nel 2002 e innescata dalla ripresa delle esportazioni verso gli altri paesi asiatici, dopo il buon risultato del primo trimestre del 2004 si è arrestata, risentendo del calo della domanda internazionale di prodotti a tecnologia avanzata.

In un contesto di rallentamento dell'attività produttiva e di prezzi al consumo ancora leggermente in calo, la Banca del Giappone ha mantenuto,

nel corso del 2004, la strategia incentrata su un'ampia offerta di liquidità e su tassi d'interesse nominali a breve termine prossimi allo zero. È stato confermato, dopo l'ulteriore aumento deciso all'inizio dell'anno, l'obiettivo quantitativo stabilito nel marzo 2001, basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale. La politica di bilancio ha assunto un orientamento moderatamente restrittivo: secondo recenti valutazioni dell'OCSE, nel 2004 il disavanzo pubblico, al netto degli effetti del ciclo, è diminuito di un punto percentuale, al 5,9 per cento del prodotto. Tale riduzione segna un primo passo lungo il sentiero del riequilibrio dei conti pubblici annunciato dalle autorità, che dovrebbe portare al conseguimento di un avanzo del saldo di bilancio primario nel 2010 (nel 2004 il disavanzo primario è stato pari al 5,3 per cento del prodotto).

Nel 2004 nei paesi emergenti dell'Asia (incluse le economie di recente industrializzazione) l'attività produttiva ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, prossimi all'8 per cento. In Cina, il prodotto è aumentato del 9,5 per cento, l'incremento più elevato dal 1996. Il contenimento dell'espansione del credito, avviato dalle autorità cinesi nei primi mesi dell'anno, ha avuto effetti limitati sugli investimenti, che hanno proseguito la loro rapida crescita; si sono, invece, attenuate nell'ultima parte dell'anno le pressioni inflazionistiche.

Tra il 1978 e il 2004 il ritmo medio di sviluppo dell'economia cinese è stato superiore al 7 per cento all'anno. Nello stesso periodo il prodotto è aumentato di 6 volte, giungendo a rappresentare, sulla base delle parità dei poteri di acquisto, quasi il 14 per cento di quello mondiale (circa il 4 per cento se valutato ai cambi correnti); il prodotto pro capite è quintuplicato; anche il tasso di incremento della produttività del lavoro è stato considerevole, pari in media a circa il 7 per cento all'anno.

La forte crescita della Cina costituisce per l'economia mondiale una importante opportunità per l'impulso che riesce a imprimere alla domanda degli altri paesi, in particolare di quelli dell'Asia. Si tratta, tuttavia, di un processo di sviluppo che presenta elementi di squilibrio e di vulnerabilità. L'espansione dell'attività produttiva, ancorché rilevante, è stata meno intensa di quella registrata da altri paesi asiatici, in primo luogo dal Giappone, in analoghe fasi di sviluppo economico. Vi sono indizi, in Cina, di un utilizzo poco efficiente delle risorse, anche in relazione al basso livello dei tassi di interesse. La distribuzione del reddito è fortemente sperequata. L'inadeguatezza del sistema di sicurezza sociale spinge le famiglie a risparmiare, per motivi precauzionali. Rischia di accentuarsi la conflittualità sociale, sollecitata dal forte aumento dei divari di reddito. L'ordinamento giuridico, nelle norme e nella loro applicazione, stenta a tutelare i diritti, come una economia di mercato richiede. Sembrano acuirsi i fattori di instabilità geopolitica nell'area.

Le prospettive

Le previsioni più recenti, rese note dall'FMI lo scorso aprile, indicano per il 2005 tassi di sviluppo del prodotto e del commercio mondiali del 4,3 e del 7,4 per cento, rispettivamente. I divari di crescita fra le principali aree industriali si manterrebbero elevati; gli Stati Uniti e l'Asia emergente continuerebbero a costituire i motori della domanda nell'attività economica mondiale. L'economia statunitense rallenterebbe al 3,6 per cento, portandosi in linea con l'espansione del potenziale produttivo, in seguito al progressivo affievolirsi dello stimolo fornito dalle politiche economiche. In Giappone il prodotto aumenterebbe solo dello 0,8 per cento, risentendo soprattutto del deludente andamento nel 2004; nel corso dell'anno si prevede un rafforzamento delle componenti interne della domanda. Nell'area dell'euro l'attività economica crescerebbe dell'1,6 per cento; tale valore sarebbe il risultato di andamenti diversi fra paesi: in Germania il prodotto aumenterebbe dello 0,8 per cento, in Francia del 2,0, in Spagna del 2,8. Grazie al positivo andamento nel Regno Unito e nei nuovi paesi membri, nella UE l'attività economica si espanderebbe del 2,1 per cento. Per le economie emergenti si prevede un generalizzato consolidamento della crescita a ritmi generalmente di poco inferiori a quelli registrati nel 2004. L'area asiatica, che rappresenta circa un quarto del prodotto mondiale, risulterebbe anche quest'anno la più dinamica con un incremento dell'attività produttiva del 7 per cento circa; in Cina e in India il prodotto aumenterebbe dell'8,5 e del 6,7 per cento, rispettivamente. In America latina la crescita, pari al 4,1 per cento, sarebbe inferiore a quella del 2004 risentendo della decelerazione dell'attività produttiva in Brasile e in Argentina. In Africa l'aumento del prodotto si manterrebbe elevato (5,0 per cento) anche in rapporto alla popolazione (3 per cento).

Lo scenario sopra delineato presenta rischi. Il prezzo del petrolio è notevolmente aumentato nei primi mesi del 2005, fino a superare i 50 dollari al barile. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro questi incrementi hanno presumibilmente inciso sul reddito disponibile e sul clima di fiducia delle famiglie nel primo trimestre dell'anno in corso; se ritenuti persistenti, come segnala l'attuale curva dei futures, potrebbero iniziare a influire anche sulle aspettative d'inflazione. L'altro elemento di preoccupazione riguarda il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. La capacità dei mercati internazionali dei capitali di finanziare ampi squilibri tra risparmio e investimenti è notevolmente cresciuta dagli anni novanta; tuttavia a causa della dimensione, corrente e attesa, del deficit statunitense potrebbero innescarsi correzioni eccessive dei rapporti di cambio fra le principali valute e dei tassi di interesse statunitensi, con gravi ripercussioni sulla ricchezza dei vari paesi e sull'andamento dell'economia mondiale.

I risultati conseguiti nei primi mesi dell'anno in corso risultano sostanzialmente in linea con lo scenario delineato dall'FMI. Nel primo trimestre la crescita del prodotto degli Stati Uniti è leggermente diminuita al 3,5 per cento in ragione d'anno, risentendo dell'indebolimento, superiore alle attese, dell'attività di accumulazione. Le buone condizioni di redditività delle imprese e il livello ancora relativamente basso del rapporto fra investimenti produttivi e valore aggiunto lasciano prefigurare comunque un rafforzamento della accumulazione nei prossimi trimestri; l'espansione dell'occupazione, aumentata in misura significativa anche in aprile, continuerebbe a sostenere i consumi, compensando gli effetti negativi derivanti dal rincaro del petrolio. Le tensioni sui prezzi sono rimaste contenute. In tale contesto la Riserva federale dovrebbe proseguire l'azione di attenuazione graduale dello stimolo monetario; dopo l'ultimo rialzo all'inizio del mese di maggio, i mercati si attendono che il tasso sui federal funds venga portato al 3,75 per cento alla fine dell'anno.

Secondo stime preliminari, nell'area dell'euro il prodotto sarebbe aumentato, nel primo trimestre del 2005, del 2,0 per cento in ragione d'anno; sono però emersi segnali di indebolimento dell'attività produttiva nel secondo. In Giappone l'attività produttiva ha ripreso a espandersi; nel primo trimestre dell'anno in corso l'incremento, pari al 5,3 per cento in ragione d'anno, è derivato soprattutto dalla forte ripresa dei consumi. In Cina, nello stesso periodo, il prodotto ha registrato un incremento del 9,5 per cento.

LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

La congiuntura negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito

Stati Uniti. – Dopo avere preso vigore nella primavera del 2003, l'attività economica negli Stati Uniti si è rafforzata nel 2004, espandendosi del 4,4 per cento (tav. A1). La graduale attenuazione dell'impulso fornito dalle politiche economiche è stata più che compensata dal sostegno derivante dalla accelerazione dell'occupazione e dall'ulteriore miglioramento della redditività delle imprese; quest'ultima ha continuato a beneficiare di un andamento sostenuto della produttività del lavoro. Il rincaro dei beni energetici ha influito in misura contenuta sull'inflazione di fondo, aumentata moderatamente nella prima parte dell'anno anche in seguito alla progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata dell'economia.

L'espansione dei consumi, pari al 3,8 per cento nella media dell'anno, contro il 3,3 nel 2003, ha tratto sostegno dall'accelerazione del reddito disponibile e dall'ulteriore incremento della ricchezza netta delle famiglie. L'aumento del reddito disponibile, pari al 3,7 per cento in termini reali (2,3 nel 2003), è da ricondurre principalmente all'andamento dei redditi da lavoro; l'apporto degli sgravi fiscali e dei trasferimenti pubblici, pari al 30 per cento circa nel 2003, è divenuto marginale; il rincaro dei prodotti energetici ha sottratto al reddito disponibile circa 0,8 punti percentuali. La ricchezza netta delle famiglie è salita nel corso dell'anno dal 546 al 562 per cento del reddito disponibile, a causa principalmente della rivalutazione del patrimonio immobiliare (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). L'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, benché divenuta meno intensa nel corso del 2004, ha continuato a sostenere i consumi. Il saggio di risparmio delle famiglie ha registrato una ulteriore flessione, attestandosi all'1,3 per cento nella media dell'anno.

Il risparmio delle famiglie ha segnato una marcata tendenza flettente negli ultimi venticinque anni, diminuendo, nella definizione al netto degli ammortamenti, dal 7,2 per cento del PIL (10 per cento del reddito disponibile) nel 1980 all'1 nel 2004 (1,3 per cento del reddito disponibile; fig. A1). La tendenza è riconducibile all'operare di diversi fattori.

Negli anni ottanta la riduzione del tasso di risparmio delle famiglie ha soprattutto riflesso l'ampliamento delle opportunità di accesso al mercato del credito. Dalla metà de-

gli anni novanta avrebbe influito il miglioramento delle aspettative di reddito nel medio-lungo periodo, indotto dall'accelerazione della produttività del lavoro. Un ulteriore contributo è provenuto nell'ultimo decennio dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, che ha reso possibile un incremento medio annuo della ricchezza netta pari a 35,8 punti percentuali del reddito disponibile, valore superiore a quello registrato nei precedenti quindici anni (33,3 punti).

Tav. A1

**PIL E COMPONENTI DELLA DOMANDA
NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI**

(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente
in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)

Paesi	2003	2004	2004				2005
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
Stati Uniti							
PIL	3,0	4,4	4,5	3,3	4,0	3,8	3,5
Consumi delle famiglie (1)	3,3	3,8	4,1	1,6	5,1	4,2	3,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche (2)	2,8	1,9	2,5	2,2	0,7	0,9	-0,2
Investimenti privati fissi lordi ...	5,1	10,3	4,5	13,9	8,8	10,5	5,3
Variazione delle scorte (3)	-0,1	0,4	1,2	0,8	-1,0	0,5	0,8
Esportazioni nette (3)	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-0,1	-1,4	-0,7
Giappone							
PIL	1,4	2,7	5,6	-0,8	-1,0	0,1	5,3
Consumi delle famiglie (1)	0,2	1,5	2,7	0,2	-0,4	-1,4	4,7
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,2	2,7	5,7	2,9	1,2	2,5	3,0
Investimenti fissi lordi	0,9	1,7	1,5	-5,8	-1,3	-0,5	3,1
Variazione delle scorte (3)	0,2	0,2	1,7	-1,0	..	0,8	1,7
Esportazioni nette (3)	0,6	0,8	1,1	1,0	-0,6	-0,2	-0,3
Area dell'euro							
PIL	0,5	2,1	2,9	1,8	1,0	0,6	2,0
Consumi delle famiglie (1)	1,1	1,2	2,9	0,1	0,4	2,3	....
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,6	1,6	0,8	1,3	2,4	1,0	....
Investimenti fissi lordi	-0,4	2,1	-0,6	2,0	1,9	2,3	....
Variazione delle scorte (3) (4)	0,3	0,5	-0,4	0,4	2,2	-0,7	....
Esportazioni nette (3)	-0,6	0,1	1,7	0,7	-2,4	-0,6	....
Regno Unito							
PIL	2,2	3,1	2,7	3,9	2,2	2,8	2,0
Consumi delle famiglie (1)	2,3	3,3	4,8	3,2	3,1	1,1	1,3
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	3,2	4,7	3,6	2,8	4,7	3,4	2,8
Investimenti fissi lordi	2,3	5,6	1,0	10,7	4,3	2,3	-0,1
Variazione delle scorte (3) (4) .....	..	-0,2	-2,7	-1,0	1,2	1,9	-0,8
Esportazioni nette (3)	-0,4	-0,8	0,7	0,4	-2,6	-1,0	1,4

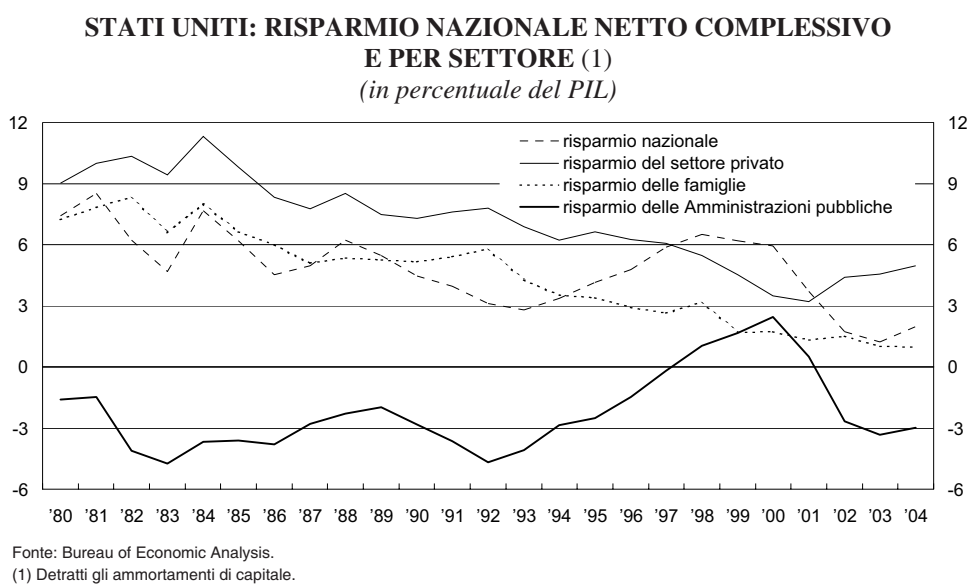
Fonte: Eurostat e statistiche nazionali.

(1) Spesa per consumi delle famiglie residenti e delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Include gli investimenti pubblici. – (3) Contributo alla crescita del PIL in punti percentuali. – (4) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

Al basso livello del saggio di risparmio corrisponde peraltro un rapporto tra la ricchezza netta e il reddito disponibile delle famiglie relativamente contenuto (562 per cento) nel confronto internazionale.

Il risparmio nazionale, nella definizione al netto degli ammortamenti, è sceso rapidamente negli ultimi anni: dal 6,5 per cento del PIL nel 1998, all'1,2 nel 2003, il valore più basso dal secondo dopoguerra, per poi registrare un lieve recupero nel 2004, al 2 per cento. La flessione registrata tra il 1998 e il 2003 ha riflesso, oltre alla progressiva riduzione del risparmio delle famiglie, la caduta di quello delle Amministrazioni pubbliche, intervenuta tra il 2000 e il 2003, pari a poco meno di 6 punti percentuali di PIL. Il recupero registrato nel 2004 è principalmente scaturito dalla ripresa dei profitti delle imprese, in atto dal 2001.

Fig. A1



L'accumulazione di capitale da parte delle imprese, in ripresa dal secondo trimestre del 2003, si è rafforzata lo scorso anno, fornendo un rilevante contributo alla crescita (1,1 punti percentuali nella media dell'anno). Gli investimenti produttivi sono aumentati del 10,6 per cento, riflettendo l'espansione di quelli nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, il graduale rafforzamento della spesa in macchinari industriali e la lieve ripresa, dopo tre anni di consistenti riduzioni, di quella in impianti. I piani di investimento hanno continuato, tuttavia, a essere improntati a cautela. Dopo tre anni di ripresa, l'incidenza degli investimenti produttivi sul PIL rimane ancora nettamente inferiore a quella raggiunta prima della recessione del 2001.

I profitti delle società non finanziarie, nella definizione di contabilità nazionale, hanno continuato a espandersi a ritmi molto elevati, pari al 26,5 per cento nella media del 2004. Poiché i fondi generati internamen-

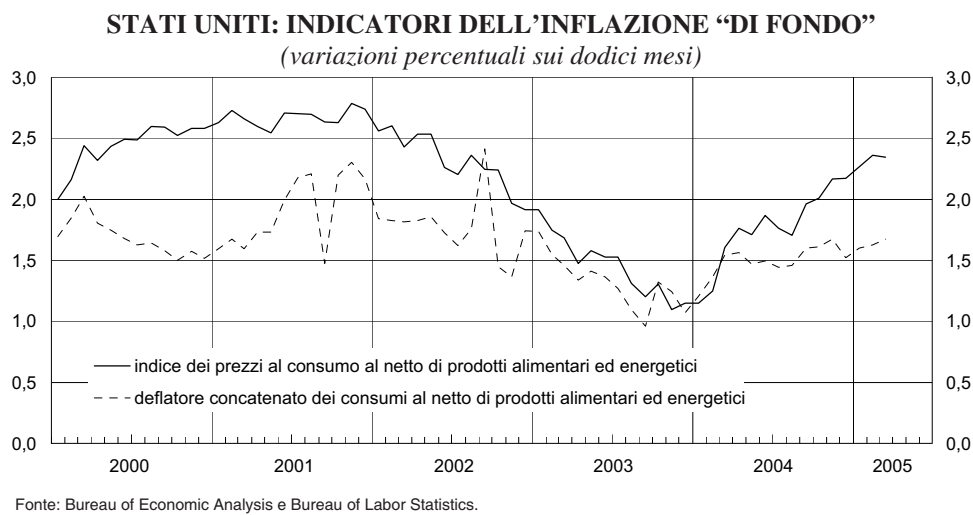
te sono risultati nell'ultimo triennio sistematicamente superiori a quelli destinati agli investimenti, ne è derivato un netto miglioramento delle condizioni patrimoniali (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Anche nel 2004 l'aumento considerevole dei profitti ha tratto principalmente impulso dalla produttività del lavoro. Nel settore delle imprese non agricole essa è cresciuta del 4,1 per cento, dal 4,4 nel biennio precedente. L'aumento del costo del lavoro nello stesso settore è stato pari al 4,5 per cento, dal 4 nel 2003 e 3,2 nel 2002. Il rallentamento della produttività registrato nel secondo semestre del 2004 potrebbe segnalare il parziale esaurimento in alcuni settori delle opportunità di riorganizzazione dei processi produttivi. I guadagni di efficienza conseguiti attraverso tale riorganizzazione potrebbero avere innalzato, nei primi anni dell'attuale fase di espansione, il tasso di crescita della produttività al di sopra del suo livello strutturale, generalmente stimato tra il 2,5 e il 3,0 per cento. La decelerazione non ha, tuttavia, interessato il comparto manifatturiero, dove la produttività ha continuato ad aumentare a un ritmo annuo superiore al 5 per cento anche nella seconda metà dell'anno.

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo è aumentata complessivamente di circa due milioni e duecentomila unità (pari in media a circa 180.000 unità al mese) nel corso del 2004; è stata recuperata pressoché integralmente la perdita di posti di lavoro subita nella recessione del 2001 e fino alla metà del 2003. L'aumento dell'occupazione ha riguardato per poco meno dell'85 per cento il settore dei servizi e per oltre il 10 per cento quello delle costruzioni; nel settore manifatturiero, che aveva subito le perdite più cospicue, l'occupazione non ha ancora ripreso ad aumentare. Il tasso di disoccupazione è diminuito dal 5,7 per cento dell'inizio dell'anno al 5,4 in dicembre; alla riduzione ha contribuito il permanere del tasso di partecipazione alle forze di lavoro su un livello inferiore a quello registrato in precedenti fasi espansive.

Escludendo i beni energetici e alimentari, l'inflazione al consumo ha registrato un aumento contenuto e graduale nel 2004, riflettendo principalmente la ripresa dei prezzi dei beni manufatti. L'incremento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è salito dall'1,1 per cento nel gennaio 2004 al 2,3 nel marzo 2005. Nello stesso periodo l'aumento del deflatore dei consumi, anch'esso depurato delle componenti più erratiche, è stato assai più contenuto: dall'1,2 all'1,7 per cento (fig. A2). Quest'ultimo indicatore è quello a cui la Riserva federale attribuisce maggiore rilievo nelle sue valutazioni sui rischi di inflazione dell'economia statunitense, in quanto riflette in maniera più adeguata la gamma di beni e servizi effettivamente consumati.

Fig. A2



Il crescente divario, manifestatosi nel corso del 2004, tra la dinamica del primo indicatore e quella del secondo è il risultato di molteplici fattori. Esso è in parte riconducibile alla diversa metodologia di costruzione dei due indici: mentre l'indice dei prezzi al consumo viene calcolato con riferimento a un paniere fisso di beni e servizi, aggiornato con periodicità biennale, il deflatore dei consumi incorpora le modifiche nel tempo della composizione della spesa. Si può stimare che, nel marzo 2005, il fattore statistico contribuisca a spiegare circa 0,4 punti percentuali del divario osservato tra i due indicatori, pari complessivamente a 0,7 punti.

La diversa dinamica è anche da ricondurre alle differenze tra i due indicatori nel grado di copertura, oltre che nei pesi attribuiti a talune categorie di beni e servizi. Il grado di copertura del deflatore dei consumi è più ampio; i premi per le assicurazioni sanitarie a carico dei datori di lavoro costituiscono un rilevante esempio di una componente che rientra nel computo del deflatore dei consumi, ma è esclusa da quello dell'indice dei prezzi al consumo. Un esempio di differente ponderazione riguarda, invece, la maggiore incidenza dei costi degli alloggi nell'indice dei prezzi al consumo, che contribuisce a spiegare un'altra parte del divario recentemente emerso.

L'accelerazione dei prezzi registrata nel 2004 non si è riflessa in misura significativa sulle aspettative di inflazione: le più recenti previsioni, ricavate dai sondaggi di *Consensus Forecasts*, indicano per l'anno in corso un incremento dei prezzi al consumo, inclusi i beni energetici e alimentari, del 2,8 per cento, pressoché invariato rispetto al 2004, e per il 2006 una loro decelerazione al 2,5. Un elemento rassicurante del quadro inflazionistico è costituito dalla moderazione della crescita del costo del lavoro, che si è mantenuta, anche nel 2004 e per il quarto anno consecutivo, inferiore, in termini reali, a quella della produttività. Nonostante la ripresa dell'occupazione, non si sono manifestate tensioni salariali, segnalando che i margini di utilizzo del fattore lavoro sono ancora relativamente ampi.

Nel primo trimestre dell'anno in corso il ritmo di crescita del prodotto è diminuito al 3,5 per cento in ragione d'anno, dal 3,8 nel quarto trimestre del 2004. Il rallentamento, in larga parte inatteso, è soprattutto derivato dalla netta decelerazione degli investimenti, che non ha peraltro interessato quelli residenziali e quelli nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Sulla spesa in beni capitali ha influito il venire meno nel dicembre 2004 di agevolazioni fiscali che avevano indotto ad anticipare gli acquisti nella seconda metà dello scorso anno. I consumi, pur decelerando, hanno continuato a espandersi al 3,6 per cento. Il contributo alla crescita delle esportazioni nette si è mantenuto, invece, negativo. La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole ha accelerato al 2,6 per cento, dal 2,1 nel precedente trimestre. Nei primi quattro mesi dell'anno la crescita dell'occupazione dipendente è proseguita a un ritmo di circa 210.000 unità al mese, superiore a quello registrato in media nel 2004.

Giappone. – Dal secondo trimestre del 2004 in Giappone l'attività produttiva, in rapido sviluppo nei trimestri precedenti, ha cessato di espandersi. L'arresto della crescita è stato determinato dal brusco rallentamento della domanda estera iniziato nella primavera; successivamente è venuto meno anche il sostegno delle componenti interne della domanda; i consumi hanno subito una flessione nel secondo semestre.

Grazie agli aumenti assai elevati segnati nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004, il prodotto è tuttavia aumentato del 2,7 per cento nell'anno, a fronte dell'1,4 nel 2003. La nuova metodologia di calcolo delle grandezze di contabilità nazionale, basata su indici di prezzo concatenati, ha comportato una diminuzione di circa un punto percentuale delle stime di crescita rispetto a quelle basate sulla metodologia precedente.

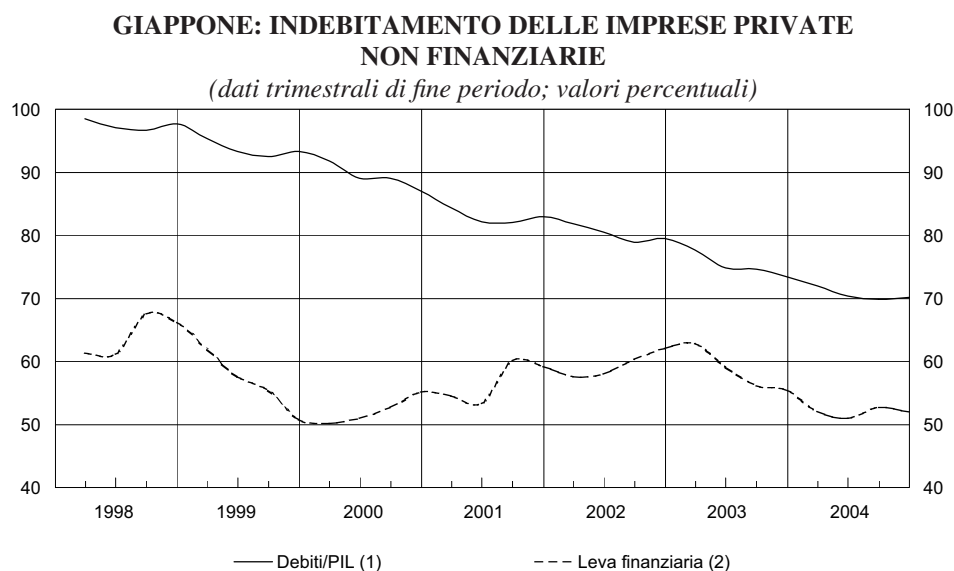
Gli investimenti fissi privati, pur segnando una netta decelerazione nel secondo semestre, nel complesso del 2004 sono cresciuti del 5,3 per cento, dal 4,8 nel 2003. Gli investimenti residenziali, in flessione nel precedente triennio, hanno registrato un aumento; è proseguita, invece, la riduzione di quelli in infrastrutture pubbliche, connessa con la strategia di graduale risanamento dei conti pubblici.

L'accumulazione ha continuato a trarre impulso dal recupero di redditività, a cui ha contribuito il processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria intrapreso dalla metà degli anni novanta. I profitti delle imprese non finanziarie sono aumentati del 23 per cento nel 2004, dal 12 nell'anno precedente; nel comparto manifatturiero il recupero di redditività ha continuato a fare leva sulla riduzione, che si protrae ininterrottamente dal 1999, dei costi del personale, diminuiti ancora del 2,2 per cento nel 2004.

È ulteriormente migliorata la situazione patrimoniale delle imprese; nel corso del 2004 l'indebitamento rapportato sia alla somma di passività e patri-

monio azionario proprio sia al PIL ha continuato a diminuire, collocandosi, alla fine dello scorso dicembre, al 52 e al 70 per cento, rispettivamente (fig. A3).

Fig. A3



Fonte: Banca del Giappone.

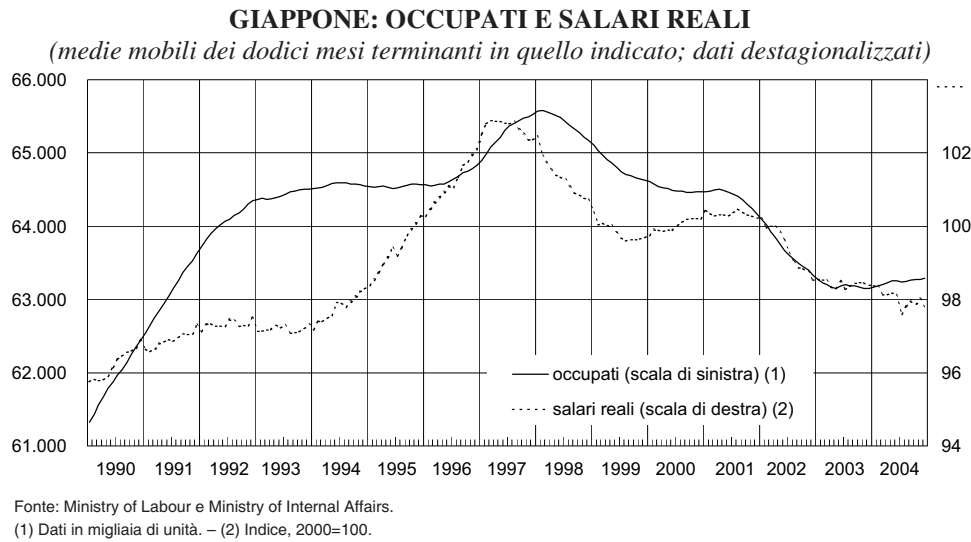
(1) Rapporto tra la consistenza delle passività e PIL; per quest'ultimo si è usata la somma del PIL dei 4 trimestri terminanti in quello indicato. - (2) Rapporto tra passività e somma di passività e azioni proprie.

Le esportazioni, in forte espansione nella prima parte dell'anno, hanno risentito successivamente dell'indebolimento della domanda internazionale nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione; il ritmo di sviluppo, pari al 19,9 per cento nel primo semestre, in ragione d'anno, è sceso al 5,9 nel secondo.

I consumi privati sono aumentati dell'1,5 per cento nel 2004, dopo un biennio di ristagno, registrando tuttavia un netto indebolimento nel corso dell'anno.

Sulla spesa delle famiglie ha continuato a influire la situazione di debolezza del mercato del lavoro (fig. A4). Al graduale miglioramento dell'occupazione, in leggera ripresa per la prima volta dal 1997, si è associato il protrarsi del processo di sostituzione di lavoratori a tempo pieno, diminuiti dell'1 per cento, con quelli a tempo parziale, aumentati del 5,7. Il crescente peso di quest'ultima categoria di lavoratori, a cui viene attribuito un salario orario inferiore del 60 per cento a quello degli addetti a tempo pieno, ha contribuito a comprimere la dinamica delle retribuzioni. Il calo dei salari reali è stato pari allo 0,7 per cento nel 2004, dallo 0,4 nel 2003. Il tasso di disoccupazione, riflettendo soprattutto il proseguimento della tendenza flettente delle forze di lavoro, è sceso nella media dell'anno al 4,7 per cento, dal 5,3 nel 2003.

Fig. A4



La debolezza dei salari ha continuato a ostacolare il superamento definitivo della deflazione. L'indice dei prezzi al consumo, al netto delle componenti più erratiche, è diminuito anche nel 2004, dello 0,1 per cento (-0,3 nel 2003). I prezzi alla produzione, sospinti dal rincaro energetico, sono saliti dell'1,3 per cento, rispetto a una variazione negativa dello 0,8 nel 2003.

Nel primo trimestre del 2005 il prodotto è tornato a crescere, al ritmo del 5,3 per cento in ragione d'anno sulla base delle prime stime, riflettendo la netta ripresa della domanda privata per consumi (4,7 per cento) e investimenti (5,7 per cento). In base al sondaggio Tankan del marzo scorso, le imprese prevedono una moderata espansione dei piani di investimento nell'anno fiscale in corso.

Regno Unito. – Nel 2004 la crescita del prodotto è salita al 3,1 per cento, dal 2,2 nell'anno precedente. L'espansione dei consumi, sostenuta nella prima metà dell'anno, si è nettamente indebolita nel secondo semestre, risentendo anche della decelerazione dei valori immobiliari e dell'inasprimento delle condizioni monetarie. La ripresa dell'attività di investimento delle imprese (5,5 per cento nell'anno) è stata più contenuta di quella osservata in analoghe fasi cicliche; si è ampliato, rispetto al 2003, il contributo negativo del settore estero.

L'occupazione ha continuato a espandersi, di circa duecentomila unità nel corso del 2004; sebbene vi siano indicazioni di una situazione del mercato del lavoro prossima alla piena occupazione, la dinamica sa-

lariale è rimasta moderata. Nell'ultimo decennio la diseguaglianza nella distribuzione del reddito è rimasta pressoché costante su un livello elevato nel confronto internazionale (nel 2002 l'indice di Gini si collocava al 34 per cento).

Il favorevole andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto ha contribuito a mantenere bassa la dinamica dei prezzi. L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, che ha sostituito dal dicembre 2003 quello dei prezzi al consumo al netto del costo dei mutui ipotecari come indice di riferimento della politica monetaria, dopo essersi attestata per gran parte dell'anno al di sotto dell'1,5 per cento, è successivamente aumentata, sino all'1,9 nell'aprile scorso.

Le politiche economiche negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito

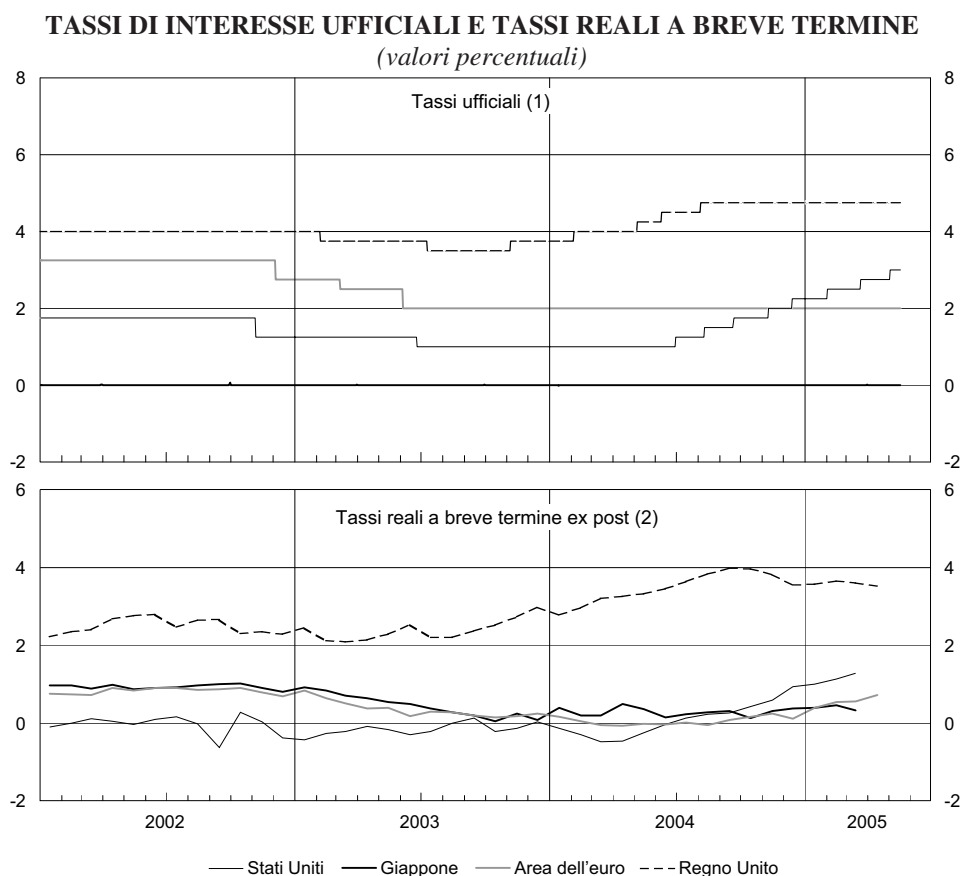
Le politiche monetarie. – Negli Stati Uniti la Riserva federale, dopo avere prefigurato nei comunicati condizioni monetarie meno espansive, il 30 giugno 2004 ha aumentato il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali. In ciascuna delle sette riunioni successive del Federal Open Market Committee (FOMC) il tasso di riferimento è stato innalzato dello stesso ammontare, per complessivi 1,75 punti percentuali, al 3 per cento (fig. A5). Nelle valutazioni della banca centrale le condizioni monetarie rimangono accomodanti e, unitamente alla crescita sostenuta della produttività, continueranno a fornire sostegno all'attività economica. Nonostante i segnali di accelerazione dei prezzi emersi nei primi mesi del 2005, le aspettative d'inflazione, specie sugli orizzonti lunghi, rimangono contenute. Ciò dovrebbe consentire alla Riserva federale di proseguire con gradualità nella sua azione.

Nei loro comunicati le autorità monetarie statunitensi hanno posto sempre più attenzione alla terminologia utilizzata, allo scopo di aumentare la trasparenza delle proprie valutazioni e delle proprie decisioni, con la finalità di ridurre la variabilità dei prezzi sui mercati finanziari e di mantenere le aspettative di inflazione su livelli contenuti (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nel corso dell'ultimo decennio la strategia di comunicazione della Riserva federale si è andata modificando in misura significativa. Prima del febbraio 1994 non veniva emesso alcun comunicato in occasione delle variazioni del tasso obiettivo sui federal funds e il nuovo valore di riferimento veniva segnalato agli operatori indirettamente, attraverso le operazioni di mercato aperto. Da quella data, la Riserva federale ha iniziato a emettere comunicati in occasione di ogni variazione del tasso obiettivo; dal maggio 1999 i comunicati vengono emessi al termine di ogni riunione, indipenden-

temente dalle decisioni prese. Dal gennaio del 2005 la Riserva federale ha deciso di anticipare la pubblicazione delle minute delle riunioni del FOMC: ora esse vengono rese pubbliche tre settimane dopo la riunione e, pertanto, prima di quella successiva; in precedenza venivano diffuse solo dopo la riunione successiva a quella a cui facevano riferimento.

Fig. A5



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Dati giornalieri. Per Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per Giappone: tasso overnight sul mercato monetario; per area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per Regno Unito: tasso pronti contro termine. – (2) Dati medi mensili. Per le definizioni cfr. nell'Appendice la tav. aA8. I tassi di interesse reali sono ottenuti deflazionando quelli nominali con il tasso di incremento dei prezzi al consumo, al netto delle componenti più erratiche, nei 12 mesi precedenti.

Secondo le indicazioni desumibili dai contratti futures sui federal funds, gli operatori scontano due ulteriori aumenti del tasso di riferimento, ciascuno di 0,25 punti percentuali, nell'arco delle prossime tre riunioni del FOMC in programma entro la fine di settembre dell'anno in corso.

Il tasso d'interesse a breve termine, deflazionato con la variazione nei precedenti dodici mesi del deflatore dei consumi al netto delle componenti più erratiche, pressoché nullo dalla fine del 2002, è aumentato gradualmente dall'estate dello scorso anno, fino all'1,3 per cento nel marzo dell'anno in corso.

In Giappone, il persistere di seppur lievi tendenze deflazionistiche ha indotto la Banca del Giappone a proseguire la strategia incentrata sull'espansione della liquidità, mantenendo, dal gennaio 2004, il saldo obiettivo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale a un livello compreso tra 30 e 35 mila miliardi di yen (pari al 7-8 per cento del totale dei crediti bancari), nonostante che in talune occasioni il mercato abbia mostrato riluttanza ad assorbire ulteriore liquidità. È stato ribadito l'impegno a proseguire nell'espansione monetaria fino a quando il tasso di incremento dei prezzi al consumo non sarà tornato su valori stabilmente positivi. Il tasso d'interesse a brevissimo termine è rimasto per tutto l'anno su valori prossimi allo zero.

Nel dicembre 2004 la base monetaria ha registrato un tasso di crescita sui dodici mesi prossimo al 4 per cento, nettamente inferiore a quello del dicembre 2003 (13 per cento). Al rallentamento ha probabilmente contribuito la sospensione degli interventi sul mercato dei cambi, effettuati dal Ministero delle Finanze per contrastare l'apprezzamento dello yen e non completamente sterilizzati dalla banca centrale. Nel 2004 e nei primi mesi dell'anno in corso il ritmo di contrazione del credito al settore privato è divenuto meno intenso; lo scorso marzo è stato pari allo 0,8 per cento, 1,3 punti percentuali in meno rispetto a dicembre 2003.

Le autorità monetarie giapponesi hanno, inoltre, continuato ad attuare misure volte a facilitare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese.

Sono proseguiti gli acquisti di asset-backed securities nell'ambito del piano avviato a luglio 2003 che prevede acquisti per un ammontare massimo di 1.000 miliardi di yen (pari allo 0,2 per cento del prodotto) da effettuarsi entro la fine di marzo 2006. Sono, invece, cessati gli acquisti di titoli azionari dalle banche commerciali, in seguito al raggiungimento dell'ammontare massimo acquistabile annunciato nel settembre 2002.

La Banca d'Inghilterra ha proseguito, fino ad agosto, l'azione di restrizione monetaria avviata nel novembre del 2003, innalzando progressivamente il tasso ufficiale dal 3,75 al 4,75 per cento, per contrastare l'espansione della domanda interna e contenere l'inflazione dei prezzi delle abitazioni. Da allora, in un contesto di rallentamento dei valori immobiliari e dei consumi, la banca centrale ha mantenuto invariate le condizioni monetarie.

Le politiche di bilancio. – Negli Stati Uniti l'impulso della politica di bilancio alla crescita della domanda si è attenuato, dopo essere stato molto forte nei due anni precedenti.

Il disavanzo federale al netto degli effetti del ciclo si è ampliato dal 2,5 nel 2003 al 3 per cento del prodotto potenziale nell'esercizio fiscale terminato lo scorso settembre.

Peraltro, in una diversa misurazione, che depura i saldi anche degli effetti di movimenti erratici di alcune voci di bilancio, il disavanzo federale strutturale si è ridotto nello stesso esercizio fiscale al 2,4 per cento del prodotto potenziale, dal 2,7 nel 2003.

Il disavanzo federale complessivo nell'ultimo esercizio fiscale è rimasto pressoché invariato rispetto al 2003, attestandosi a 412 miliardi di dollari, pari al 3,6 per cento del PIL. L'indebitamento netto degli Stati e delle amministrazioni locali si è ridotto a 79,8 miliardi, da 114,1 nel precedente esercizio; il loro risparmio netto, che esclude dal computo le spese in conto capitale e i relativi ammortamenti, è rimasto, come nei precedenti esercizi, prossimo a zero. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato di 508,2 miliardi, pari al 4,4 per cento del PIL, in lieve flessione dal 2003 (4,6 per cento).

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche viene stimato dal Bureau of Economic Analysis aggregando proprie stime del bilancio del governo federale (428,4 miliardi) e di quello degli Stati e delle altre amministrazioni locali (79,8 miliardi). La differenza tra la stima del disavanzo federale pubblicata dal Bureau of Economic Analysis (428,4 miliardi nell'esercizio fiscale 2004) e quella diffusa dall'Office of Management and Budget (412 miliardi), peraltro assai contenuta, deriva da una diversa ripartizione di alcune entrate e uscite tra anni fiscali contigui.

Le entrate federali sono aumentate del 5,5 per cento, dopo tre anni di consistenti flessioni; l'incremento è in gran parte riconducibile al gettito relativo alla tassazione dei profitti societari. Gli esborsi, pur in decelerazione rispetto al 2003, sono aumentati del 6,1 per cento, risentendo dell'espansione delle spese discrezionali destinate alla difesa. In un contesto di elevata crescita economica, l'incidenza sul prodotto sia delle entrate (16,3 per cento) sia delle spese (19,8 per cento) è rimasta pressoché invariata rispetto al precedente esercizio. Il progressivo formarsi di un ampio disavanzo del bilancio federale ha determinato un aumento del debito collocato sul mercato dal 33 al 37,2 per cento del prodotto tra la fine dell'anno fiscale 2001 e la fine del 2004; il debito federale complessivo è salito nello stesso periodo dal 57,4 al 63,7 per cento.

Nel febbraio dell'anno in corso l'Amministrazione ha presentato una proposta di bilancio diretta a conseguire una graduale riduzione del disavanzo federale nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del PIL nel 2010. La proposta prevede un drastico ridimensionamento delle spese discrezionali; poggia inoltre sull'assunto di un aumento della pressione fiscale che trarrebbe origine dal combinarsi di favorevoli prospettive di crescita economica con la progressività dell'imposizione sul reddito delle persone, oltre che da meccanismi di drenaggio fiscale.

Nel più lungo periodo sui conti pubblici pesa il rischio derivante da una forte espansione della spesa previdenziale e di quella sanitaria. Quest'ultima (Medicare e Medicaid) salirebbe, secondo una stima prudente, al 12 per cento del PIL nel 2050, dal 4,1 nel 2004. Includendo i costi a carico di famiglie e imprese, l'incidenza sul prodotto della spesa sanitaria è elevata (14 per cento nel 2001) nel confronto internazionale. L'Amministrazione ha recentemente anticipato le principali linee guida di un progetto di riforma, ancora in corso di definizione, del sistema previdenziale pubblico (cfr. il riquadro: *Le prospettive del bilancio federale statunitense*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

Anche in Giappone la politica di bilancio ha assunto un orientamento meno espansivo nel 2004. Secondo le stime dell'OCSE, il disavanzo pubblico, inclusivo del saldo della previdenza sociale, è diminuito al 6,1 per cento del prodotto, dal 7,7 nel 2003; al netto degli effetti del ciclo, il miglioramento del saldo è stato pari a 1,1 punti percentuali. Il debito pubblico lordo, salito al 157,6 per cento del prodotto alla fine del 2004, dal 154,6 nel 2003, ha raggiunto un valore doppio rispetto a quello medio dei paesi dell'OCSE.

In Giappone, in presenza di un considerevole ammontare di attività finanziarie detenute dal settore pubblico, il debito pubblico netto è assai inferiore a quello lordo. Secondo le valutazioni dell'OCSE, esso aveva raggiunto il 78,4 per cento del PIL alla fine del 2004.

Il debito pubblico lordo viene in genere considerato una misura più adeguata per valutare la situazione delle finanze pubbliche di un paese. In Giappone, larga parte delle attività finanziarie detenute dal settore pubblico deriva dagli attivi precedentemente accumulati nel comparto della previdenza sociale; tali attività serviranno a fronteggiare obblighi pensionistici futuri. La misura del debito netto, d'altra parte, può fornire indicazioni più accurate al fine di valutare l'effettivo onere finanziario gravante sul debito. Nel 2003, in Giappone, circa metà della spesa per interessi sulle passività pubbliche lorde (3 per cento del PIL) è stata finanziata mediante gli introiti da interessi maturati sulle attività finanziarie.

Le due misure del debito offrono tuttavia indicazioni abbastanza simili per quanto riguarda la dinamica. Tra l'inizio degli anni novanta e la fine del 2004, il debito pubblico lordo è passato dal 65 al 157,6 per cento del PIL, quello netto dal 13 al 78,4 per cento.

Sulla base della legge di bilancio per l'anno fiscale iniziato nell'aprile 2005 la spesa complessiva dovrebbe rimanere pressoché invariata in termini nominali rispetto all'esercizio precedente. L'ulteriore riduzione, per il terzo anno consecutivo, della spesa per istruzione e per infrastrutture, verrebbe compensata dai maggiori oneri derivanti dal servizio del debito e dall'espansione della spesa previdenziale. All'aumento delle entrate fiscali, stimato attorno al 5 per cento in termini nominali, contribuirebbero la parziale rimozione di alcune agevolazioni fiscali introdotte nel 1999 e l'incremento dei contributi pensionistici previsto dalla riforma del sistema di previdenza sociale entrata in vigore lo scorso ottobre.

Nel giugno 2004 la Dieta ha approvato una riforma del quadro normativo tesa a limitare le ripercussioni negative dell'invecchiamento della popolazione sugli equilibri finanziari del sistema pensionistico pubblico a ripartizione. In Giappone la quota di anziani (persone di età superiore ai 65 anni) sulla popolazione attiva (in età compresa tra i 15 e i 64 anni) dovrebbe salire, secondo le stime dell'Istituto nazionale di ricerca sulla popolazione e la sicurezza sociale, dal 29 per cento nel 2004 al 42 nel 2015 e al 64 nel 2045.

La riforma recentemente varata prevede sia un graduale aumento dei contributi sia una progressiva riduzione dei benefici. È previsto un innalzamento dell'aliquota contributiva dei lavoratori dipendenti, il cui onere grava in parti uguali su lavoratori e datori di lavoro, dall'attuale 13,58 per cento della retribuzione lorda annua, al 18,3 entro il 2017; le aliquote di contribuzione per l'impiego nel settore pubblico, attualmente comprese tra il 13,03 e il 14,38 per cento, dovranno uniformarsi a quelle del settore privato entro il 2009. Il contributo che grava sui lavoratori autonomi, consistente in una somma fissa, salirà dagli attuali 13.300 yen mensili a 16.600 yen entro il 2017. Inoltre è stata innalzata la quota minima del sussidio pubblico al sistema pensionistico nazionale, dal 33 al 50 per cento degli esborsi totali entro il 2009.

Per quanto riguarda i benefici pensionistici, è prevista una loro progressiva diminuzione da conseguirsi mediante un meccanismo di indicizzazione tale da riflettere sia la riduzione del numero dei contribuenti sia l'allungamento dell'aspettativa di vita media. I benefici si ridurrebbero dello 0,9 per cento all'anno, fino al raggiungimento di una soglia minima, fissata al 50,2 per cento del reddito medio (calcolato sull'intera vita lavorativa), dall'attuale 59,3. Anche i lavoratori già in pensione verrebbero interessati dalla prevista riduzione dei benefici. Infine, è stata innalzata l'età minima di pensionamento, da 60 a 65 anni entro il 2013 (entro il 2018 per le donne).

Nel Regno Unito, nell'esercizio finanziario 2004-05, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo è diminuito al 2,9 per cento del PIL, dal 3,2 nell'esercizio precedente, traendo beneficio dalla favorevole fase ciclica. Il debito pubblico, nella definizione coerente con i criteri del Trattato di Maastricht, si è collocato alla fine dello scorso marzo al 41 per cento del PIL, 1,5 punti percentuali in più rispetto a un anno prima; quello netto è salito dal 32,8 al 34,5 per cento. Nell'ultima proposta di bilancio, presentata nel marzo scorso, il governo ha delineato uno scenario di graduale riduzione del fabbisogno complessivo nel prossimo quinquennio. Vi contribuirebbe l'aumento dell'incidenza delle entrate (dal 38,3 per cento del PIL nell'esercizio appena concluso al 40,6 nel 2009-2010) in gran parte riconducibile all'operare di meccanismi di drenaggio fiscale. Il bilancio prevede un'ulteriore espansione delle spese in conto capitale, prevalentemente destinate a investimenti in infrastrutture, la cui incidenza sul PIL si innalzerebbe di circa 0,7 punti percentuali nel complesso dell'esercizio in corso e di quello successivo.

La congiuntura e le politiche economiche nei paesi nuovi membri della UE

Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo divenuti nel maggio del 2004 membri dell'Unione europea (UE) la crescita

dell'attività economica si è nettamente rafforzata lo scorso anno, risultando per il complesso dell'area pari al 4,8 per cento, a fronte del 4,1 per cento nel 2003 (tav. A2). Il differenziale di crescita nei confronti dei quindici paesi già aderenti alla UE è stato pari a 2,5 punti percentuali; ne è derivato un ulteriore progresso nell'innalzamento del rapporto tra il reddito pro capite dei nuovi rispetto ai vecchi paesi membri, che era pari al 48,3 per cento nel 2003.

Tav. A2

**PRINCIPALI INDICATORI MACROECONOMICI NEI PAESI
NUOVI MEMBRI DELLA UE**
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

Paesi	PIL (1)		Prezzi al consumo (1) (2)		Saldo corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (3)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Cipro	2,0	3,7	4,0	1,9	-3,0	-5,7	-6,3	-4,2
Estonia	5,1	6,2	1,4	3,0	-13,2	-12,9	3,1	1,8
Lettonia	7,5	8,5	2,9	6,2	-8,2	-12,4	-1,5	-0,8
Lituania	9,7	6,7	-1,1	1,1	-6,9	-8,3	-1,9	-2,5
Malta	-1,8	1,5	1,9	2,7	-5,8	-10,1	-10,5	-5,2
Polonia	3,8	5,3	0,7	3,6	-2,2	-1,5	-4,5	-4,8
Repubblica ceca	3,7	4,0	-0,1	2,6	-6,2	-5,2	-11,7	-3,0
Repubblica slovacca	4,5	5,5	8,5	7,4	-0,8	-3,4	-3,7	-3,3
Slovenia	2,5	4,6	5,7	3,6	-0,4	-0,7	-2,0	-1,9
Ungheria	3,0	4,0	4,7	6,8	-8,4	-8,9	-6,2	-4,5
Totale	3,6	4,8	2,1	4,1	-4,3	-4,4	-5,7	-3,9
<i>Per memoria:</i>								
Area dell'euro	0,6	2,0	2,1	2,1	0,6	0,6	-2,8	-2,7

Fonte: Commissione europea, Eurostat.
(1) Tassi di crescita medi annui. – (2) Per Malta, deflatore dei consumi privati; per gli altri paesi, indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (3) In rapporto al PIL.

Il ritmo di sviluppo dell'attività economica ha beneficiato di un andamento delle esportazioni più favorevole del previsto. Nel contesto di una graduale ripresa delle importazioni dell'area dell'euro, la sostenuta espansione delle vendite all'estero ha anche riflesso l'integrazione dei sistemi produttivi di questi paesi con quelli delle economie dell'area.

La domanda interna ha tratto sostegno dal consolidamento della ripresa degli investimenti in atto dal 2003; è divenuto relativamente meno importante il contributo alla crescita fornito dai consumi privati, che in alcuni paesi avevano conseguito un'espansione assai elevata nel biennio precedente, in parte connessa con il rapido sviluppo del credito alle famiglie.

In Polonia il prodotto ha accelerato al 5,3 per cento, dal 3,8 nel 2003, anche grazie all'impulso di politiche economiche espansive. Al protrarsi della forte dinamica delle

esportazioni (12,4 per cento per i soli beni) si sono accompagnati il rafforzamento dei consumi e la ripresa, dopo un triennio di contrazione, degli investimenti. Nella Repubblica ceca e in Ungheria il prodotto è accelerato al 4 per cento nel 2004, dal 3,7 e 3 per cento rispettivamente nel 2003, in connessione con il netto rafforzamento delle esportazioni (rispettivamente al 22,3 e al 17 per cento per i soli beni); i consumi privati hanno rallentato, dai ritmi elevati del 2003, e quelli pubblici sono calati.

Il rafforzamento dell'attività economica nei dieci paesi dell'area non si è, tuttavia, tradotto in un'espansione dell'occupazione. Questa è tornata a flettere nella Repubblica ceca; si è stabilizzata in Polonia, dopo cinque anni di contrazione, contribuendo a contenere il tasso di disoccupazione entro il 19 per cento, il livello più elevato tra i paesi dell'area.

Dopo un triennio di generalizzata diminuzione, le pressioni inflazionistiche sono tornate a intensificarsi tra la fine del 2003 e la prima metà del 2004 in quasi tutti i paesi. Esse hanno risentito, oltretutto del miglioramento della congiuntura, anche di fattori di natura temporanea, riconducibili al rincaro dei beni energetici e alimentari e alle misure di liberalizzazione dei prezzi amministrati e di modifica della tassazione indiretta attuate al fine di aderire al mercato unico. Dalla seconda metà del 2004 i prezzi hanno mostrato segni di rallentamento, beneficiando in alcuni paesi dell'apprezzamento del tasso di cambio nei confronti dell'euro (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

In Polonia e nella Repubblica ceca l'inflazione misurata dalle variazioni dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentata, rispettivamente, al 3,6 e al 2,6 per cento nel 2004, dallo 0,7 per cento e da un valore nullo nel 2003. L'inasprimento delle condizioni monetarie attuato dalle banche centrali nella scorsa estate per contrastare le pressioni inflazionistiche ha contribuito a ricondurre rapidamente l'aumento dei prezzi sui dodici mesi sotto il 2 per cento nella Repubblica ceca, dal 3,2 in agosto; in Polonia, invece, l'inflazione è diminuita più lentamente, collocandosi nello scorso aprile al 3,1 per cento. In Ungheria, dove le condizioni monetarie sono state rese meno restrittive anche al fine di contrastare la tendenza all'apprezzamento del fiorino, a causa della netta accelerazione nella prima metà dell'anno l'incremento dei prezzi è salito al 6,8 per cento nel 2004, dal 4,7 nel 2003; anche grazie alla moderazione salariale, i prezzi hanno in seguito rallentato, al 3,8 per cento sui dodici mesi nello scorso aprile.

Dopo essersi ampliato per un triennio, il disavanzo pubblico in rapporto al prodotto è diminuito nel complesso dei dieci paesi al 3,9 per cento del PIL (5,7 per cento nel 2003). Il miglioramento è scaturito dal favorevole andamento congiunturale piuttosto che da misure strutturali di risanamento dei conti pubblici. La situazione delle finanze pubbliche rimane problematica in alcuni paesi, in particolare in Ungheria, e si è ulteriormente deteriorata in Polonia.

In Ungheria, dove lo stock di debito pubblico si colloca su un livello relativamente elevato rispetto agli altri paesi dell'area (57,6 per cento del PIL alla fine del 2004), ge-

nerando spese per interessi dell'ordine del 4 per cento del PIL, il disavanzo pubblico si è ridotto in misura inferiore alle attese, dal 6,2 al 4,5 per cento. In Polonia l'attuazione di consistenti misure di bilancio a sostegno della domanda ha portato a un ampliamento del disavanzo del settore pubblico al 4,8 per cento del PIL, dal 4,5 nel 2003. Nella Repubblica ceca la forte riduzione del disavanzo pubblico, al 3 per cento del PIL, è stata determinata principalmente dal netto ridimensionamento delle spese e, in misura minore, da un aumento, in parte temporaneo, delle entrate.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti registrato dal complesso dei dieci paesi si è stabilizzato nel 2004, al 4,4 per cento del PIL, risultando tuttavia da andamenti diffusi tra paesi. Al suo contenimento ha contribuito, nei tre maggiori paesi, la riduzione dello squilibrio commerciale, grazie a una dinamica delle esportazioni di beni più elevata di quella, pure sostenuta, delle importazioni. I cospicui e persistenti disavanzi correnti dell'Ungheria e della Repubblica ceca sono ascrivibili in misura crescente all'aumento degli esborsi netti per redditi da capitale.

Le altre economie asiatiche

Nel 2004 nelle economie emergenti dell'Asia (incluse quelle di recente industrializzazione) l'attività produttiva ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, prossimi all'8 per cento, traendo impulso dall'accelerazione degli investimenti e delle esportazioni (tav. A1). Alcune economie della regione, specializzate in produzioni a tecnologia avanzata, hanno risentito del netto rallentamento della domanda mondiale di questi prodotti nella seconda metà dell'anno.

In Cina le misure di contenimento del credito prese all'inizio dell'anno al fine di frenare l'eccezionale espansione degli investimenti e di contrastare l'aumento dell'inflazione hanno conseguito solo in parte i risultati. Dall'autunno la dinamica dei prezzi si è progressivamente ridimensionata; la spesa per investimenti, pur decelerando, ha continuato a registrare, nella media dell'anno, un incremento del 26 per cento in valore, dal 28 nel 2003. Nel 2004 il prodotto è aumentato del 9,5 per cento (9,5 per cento nel 2003).

Lo sviluppo della Cina negli ultimi venticinque anni, pur assai ragguardevole, non è eccezionale se rapportato all'esperienza di altri paesi dell'Asia. Tra il 1978, anno di avvio del processo di riforma, e il 2004 il ritmo di crescita medio annuo dell'economia cinese è stato del 7,4 per cento (tav. A3). Nello stesso periodo il prodotto pro capite è aumentato del 6,1 per cento all'anno; nel 1978 esso rappresentava solo il 5 per cento di quello degli Stati Uniti; tale quota si è triplicata nel 2004. Il grado di sviluppo della Cina, come misurato dal reddito pro capite, è ancora assai basso. La Corea del Sud e Taiwan, negli anni cinquanta e sessanta, e Singapore, negli anni sessanta e settanta, avevano registrato tassi di incremento del prodotto pro capite più elevati di quelli conseguiti dalla Cina negli ultimi venticinque anni. Dalla fine

del secondo conflitto mondiale alla vigilia del primo shock petrolifero l'economia del Giappone era cresciuta a ritmi medi annui superiori al 9 per cento; nel 1973 il prodotto pro capite era giunto a rappresentare quasi il 70 per cento di quello degli Stati Uniti.

Tav. A3

**TASSI DI CRESCITA DEL PRODOTTO CONSEGUITI DA ALCUNE
ECONOMIE ASIATICHE NEI PERIODI DI RAPIDO SVILUPPO ECONOMICO**
(valori percentuali)

Paesi	Periodo	Tasso di crescita medio annuo		PIL pro capite in rapporto a quello degli Stati Uniti	
		PIL pro capite	PIL	all'inizio del periodo	alla fine del periodo
Cina	1979-2004	6,1	7,4	5,3	15,4
Corea del Sud	1953-1979	6,7	9,0	7,1	22,9
Taiwan	1951-1973	6,7	9,8	9,7	24,5
Singapore	1960-1984	6,7	9,0	19,5	54,6
Hong Kong	1951-1973	5,2	8,1	23,2	42,6
Giappone	1946-1973	7,9	9,3	11,5	68,5

Fonte: nostre elaborazioni ottenute aggiornando i dati di A. Maddison, *The World Economy. Historical Statistics*, OECD, 2003.

Il proseguimento dell'attuale fase di espansione dell'economia cinese presenta elementi di vulnerabilità, con punti di debolezza che attengono sia alla sfera prettamente economica sia a quella socio-politico-istituzionale.

Vi sono indizi di un utilizzo inefficiente di risorse. Negli ultimi anni, in seguito alla fortissima espansione degli investimenti, il rapporto fra la variazione dello stock di capitale e quella del prodotto è risultato pari a cinque, un valore molto elevato, che segnala la bassa produttività degli investimenti, pari al 40 per cento del PIL. Tale situazione è presumibilmente il risultato sia di un livello artificialmente basso del tasso di interesse, sia delle difficoltà del sistema bancario di allocare in modo efficiente le risorse finanziarie, come indicato anche dall'ammontare persistentemente elevato delle sofferenze.

Le sperequazioni nella distribuzione del reddito sono elevatissime, in particolare quelle tra aree urbane e rurali e quelle tra regioni costiere e interne. Nel 2003 il reddito pro capite è cresciuto in termini reali del 9 per cento nelle aree urbane, meno della metà in quelle rurali. L'indice di Gini relativo ai divari di reddito a livello regionale, che era diminuito dopo l'avvio delle riforme, ha iniziato a crescere dagli anni ottanta fino a raggiungere valori di poco inferiori al 30 per cento; quello relativo alla distribuzione del reddito familiare si colloca intorno al 45 per cento. Tali livelli non si discostano da quelli di altre economie in via di sviluppo, come il Brasile e l'India, e sono inferiori a quelli della Russia.

Sulla base delle statistiche ufficiali il risparmio delle famiglie risulta pari al 35 per cento del reddito disponibile, ma secondo alcuni studiosi supererebbe il 40 per cento. Un livello tanto elevato non è da ricondurre solo all'intensità della crescita; appare anche determinato da motivi precauzionali, legati all'esigenza delle famiglie di farsi sempre più carico, privatamente, del problema abitativo, dell'assistenza sanitaria, dell'istruzione, delle pensioni, nonché del rischio di disoccupazione. In assenza di mercati finanziari e

assicurativi sviluppati, il risparmio delle famiglie si traduce in depositi bancari scarsamente remunerati.

Sulla base dell'ultimo censimento del 2003, il tasso di fertilità sarebbe pari a 1,2, valore molto basso per un paese emergente, anche se probabilmente sottostimato. Proiezioni demografiche basate su un'ipotesi di un tasso di fertilità effettivo di 1,8 indicherebbero che nel 2010 l'8 per cento della popolazione avrebbe superato i 65 anni e che dal 2030 essa inizierebbe a ridursi. Tale eventualità, congiuntamente all'esigenza di realizzare un sistema di sicurezza sociale adeguato, chiama in prospettiva a un impegno assai rilevante le finanze pubbliche del paese, sulle quali continua a gravare l'onere della ricapitalizzazione del sistema bancario.

Vi sono dubbi sulla "sostenibilità" ambientale dello sviluppo cinese. La dipendenza energetica dell'economia, seppure ridimensionatasi nell'ultimo ventennio, è ancora molto elevata. Al pari degli altri paesi in via di sviluppo, la Cina non ha assunto alcun impegno di riduzione delle emissioni di gas serra nell'ambito della prima fase (2008-2012) del Protocollo di Kyoto (1997) sui cambiamenti climatici.

La definizione di un ordinamento giuridico adeguato per lo sviluppo di un'economia capitalista di mercato appare ancora incerta e incompleta; sussistono problemi assai rilevanti nell'ambito dell'applicazione delle leggi. La 'coesione sociale' che caratterizza la società cinese rischia di indebolirsi per il venir meno di importanti punti di riferimento, sostituiti da un approccio pragmatico, il cui principale obiettivo è quello di garantire lo sviluppo economico.

L'evoluzione recente del diritto cinese rappresenta un caso quasi unico per la rilevanza dello sforzo compiuto, la sua concentrazione nel tempo, i cambiamenti effettuati rispetto alle caratteristiche precedenti dell'ordinamento. L'attività riformatrice in campo giuridico, avviata con l'obiettivo dichiarato di adeguare il sistema legale alle esigenze di un'economia di mercato, si è intensificata soprattutto dalla metà degli anni novanta e ha subito un'accelerazione a seguito dell'ingresso della Cina nell'OMC. Essa ha riguardato quasi tutti i settori rilevanti per il sistema economico: i diritti di proprietà, i contratti, il diritto societario e fallimentare, il diritto del lavoro, quello dei mercati finanziari e delle banche, la giustizia civile. L'intero sistema sta attraversando, attualmente, una delicata fase di transizione, i cui esiti sono ancora incerti. Diritti soggettivi e interessi legittimi non sono ancora percepiti come distinti; non sono tutelati, gli uni e gli altri, in modo compiuto. Tale situazione contribuisce ad aumentare il livello di conflittualità sociale.

Tra i fattori di instabilità geopolitica è tornato ad assumere manifesto rilievo quello del difficile rapporto con Taiwan.

Lo sviluppo cinese degli ultimi anni viene percepito dal Giappone come fonte di opportunità e di stimoli, oltre che di rischi. Tale valutazione deriva dall'analisi delle complementarità dei due sistemi, che appaiono oggi maggiori rispetto alle potenziali sovrapposizioni, e che quindi dovrebbero garantire al Giappone lo sfruttamento di vantaggi comparati, statici e dinamici. Secondo alcuni studiosi il livello di sviluppo attuale della Cina sarebbe comparabile a quello del Giappone all'inizio degli anni sessanta; oggi il Giappone e gli altri paesi industriali sono specializzati nella produzione di beni con elevato contenuto tecnologico e la Cina in quelli a minor valore aggiunto; pertanto la sovrapposizione sarebbe molto limitata.

La spesa delle famiglie, pur accelerando al 12,1 per cento in termini nominali, ha continuato a essere frenata dall'elevata propensione al rispar-

mio. L'inflazione al consumo, sospinta nella prima metà dell'anno anche dal rincaro dei beni alimentari, ha sfiorato il 4 per cento nella media dell'anno, dall'1,2 nel 2003; da settembre il ritmo di incremento dei prezzi è diminuito e nell'aprile 2005 si collocava all'1,8 per cento.

In un contesto di crescita sostenuta e di accelerazione dei prezzi, l'azione della politica monetaria è stata volta a contenere l'espansione della liquidità interna, alimentata da consistenti afflussi di capitale dall'estero, anche di natura speculativa.

Il tasso di crescita della moneta, che nei primi quattro mesi del 2004 era pari a circa il 19 per cento, si è successivamente stabilizzato attorno al 14, valore inferiore all'obiettivo delle autorità (17 per cento). Al fine di moderare ulteriormente l'espansione del credito bancario, scesa al 9,3 per cento nel 2004, dal 17 nel 2003, lo scorso ottobre le autorità hanno innalzato, per la prima volta dal 1995, di 0,27 punti percentuali il tasso di riferimento a breve termine, al 5,58 per cento, e hanno rimosso il limite superiore al tasso praticabile dalle banche sui loro prestiti.

Nel primo trimestre del 2005, la crescita del prodotto è risultata ancora molto elevata, pari al 9,4 per cento sul periodo corrispondente. Il forte incremento delle esportazioni ha determinato un ampliamento del surplus commerciale a 17 miliardi di dollari, rispetto a un deficit di 8,6 miliardi nello stesso periodo del 2004.

Nelle economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) la crescita è stata compresa tra il 4,6 per cento della Corea del Sud e l'8,4 di Singapore. Nel primo paese, nonostante il sostegno fornito da politiche economiche espansive, la domanda interna è rimasta debole. Tra gli altri principali paesi emergenti dell'Estremo Oriente, la Thailandia e l'Indonesia hanno registrato tassi di incremento del prodotto del 6,1 e del 5,1 per cento, rispettivamente.

Nel 2004 in India l'attività economica è aumentata del 7,1 per cento (7,3 nel 2003), traendo impulso principalmente dall'espansione dei servizi, in particolare nel comparto delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, in cui il paese detiene un notevole vantaggio competitivo internazionale; nel 2004 le esportazioni di servizi hanno rappresentato il 34 per cento di quelle complessive e il 6,5 per cento del prodotto. Negli ultimi anni si è rafforzata anche l'attività nel settore manifatturiero. Nonostante i progressi nella liberalizzazione economica e finanziaria, gli afflussi di investimenti diretti dall'estero, anche a causa dei forti vincoli regolamentari e delle carenze infrastrutturali, sono rimasti di entità modesta.

A fronte di una popolazione di poco inferiore a quella cinese e pari al 17,3 per cento di quella mondiale, il peso economico dell'India si attesta su un valore ancora relativa-

mente basso (tav. A4). Il livello del reddito pro capite, sulla base delle parità dei poteri d'acquisto, è infatti circa la metà di quello della Cina e non molto più elevato di quello di altri paesi popolosi e relativamente poveri del continente, come il Pakistan e il Vietnam. Negli ultimi quindici anni il prodotto dell'India è aumentato a un ritmo medio annuo inferiore a quello cinese, nonostante una dinamica demografica molto più elevata. Il più contenuto ritmo di incremento del reddito pro capite, pari al 3,9 per cento in termini reali, a fronte del 6,6 per cento in Cina, ha riflesso una minore dinamica della produttività.

Tav. A4

**PRINCIPALI INDICATORI STRUTTURALI
DI ALCUNE ECONOMIE ASIATICHE**
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

Paesi	Quota sul PIL mondiale (a prezzi costanti, alle PPA) (1)	Quota della popolazione mondiale	PIL pro capite (a prezzi costanti, in dollari alle PPA) (1)	Tasso di crescita medio annuo del PIL pro capite	Tasso di crescita medio annuo della popolazione	Grado di apertura commerciale (a prezzi costanti, alle PPA) (2)	Quota di giovani (0-14 anni) sulla popolazione totale	Quota di iscritti agli studi superiori sulla popolazione in età scolare	Quota delle industrie a tecnologia medio alta sul valore aggiunto manifatturiero	Quota del settore terziario sul valore aggiunto
	2004	2004	2004	1991-2004	1991-2004	2000	2000	2001	2000	2002
NIES										
Corea del Sud	2,0	0,8	17.079	4,9	0,9	86,3	20,9	82,0	54,9	55,1
Hong Kong ...	0,4	0,1	23.439	2,1	1,4	309,6	16,6	27,4 (3)	39,5	87,1
Singapore	0,2	0,1	21.732	3,0	2,6	326,2 (4)	21,8	43,8 (3)	79,4	64,2
Taiwan	0,9	0,4	17.422	4,1	0,9	95,4 (5)	....	....	44,1 (4)	....
Altri paesi dell'ASEAN										
Filippine	0,5	1,3	2.608	1,1	2,3	76,3	37,5	30,4	28,7	52,8
Indonesia	1,9	3,5	3.605	2,6	1,5	45,0	30,9	15,1	36,6	38,1
Malesia	0,5	0,4	8.588	3,7	2,5	194,2	33,7	26,0	57,2	43,6
Tailandia	1,1	1,0	7.396	3,4	1,0	101,2	26,3	36,8	30,9 (6)	48,0
Vietnam	0,5	1,3	2.365	5,8	1,6	148,8	33,4	10,0	21,9	38,5
Asia meridionale										
India	5,6	17,3	2.240	3,9	1,9	24,6	34,1	10,6 (7)	55,3	50,7
Bangladesh	0,3	2,4	987	3,1	2,2	30,9	39,2	6,1	25,7 (3)	50,9
Pakistan	0,8	2,4	2.135	2,1	2,4	31,7	42,0	3,5 (3)	29,3 (4)	53,5
<i>Per memoria:</i>										
Cina	13,8	20,7	4.559	6,6	0,9	53,5	24,8	12,7 (7)	43,0	33,5
Giappone	6,4	2,0	21.361	0,9	0,2	21,2	14,6	47,7 (7)	51,8	68,1

Fonte: Banca Mondiale, FMI, OECD, Nazioni Unite e A. Heston, R. Summers e B. Aten, *Penn World Table Version 6.1*, Center for International Comparisons at University of Pennsylvania (CICUP), ottobre 2002.

(1) PIL ai prezzi del 1990 (per il Vietnam, 1995). Per tutti i paesi, a eccezione del Vietnam, i dati sono ottenuti aggiornando i dati di A. Maddison, *The World Economy Historical Statistics*, OECD, 2003. – (2) Calcolato come somma di importazioni e esportazioni a prezzi costanti in rapporto al PIL a prezzi costanti e alle PPA. – (3) Il dato si riferisce al 1997. – (4) Il dato si riferisce al 1996. – (5) Il dato si riferisce al 1998. – (6) Il dato si riferisce al 1994. – (7) Il dato si riferisce al 2000.

Un elemento che potrebbe avere finora influito negativamente sulla crescita dell'economia dell'India è la sua relativa chiusura agli scambi internazionali; i flussi di interscambio rappresentano, infatti, appena il 25 per cento del prodotto (misurato sulla base delle parità del potere d'acquisto), a fronte di corrispondenti valori del 54 per cento per la Cina e prossimi o superiori al 100 per cento per le economie emergenti più avanzate della regione. Dall'inizio dello scorso decennio, tuttavia, il volume dei flussi commerciali è cresciuto in media più rapidamente del prodotto (9,7 per cento a fronte del 6 per cento all'anno).

Grazie alla relativamente ampia disponibilità di risorse umane e tecnologiche, l'India sarebbe in grado di beneficiare notevolmente delle opportunità fornite dalla progressiva integrazione nell'economia internazionale. L'incidenza di giovani con un'istruzione elevata è simile a quella osservata in paesi con un grado di sviluppo più elevato, quali l'Indonesia e la Cina. Il peso delle industrie manifatturiere a tecnologia medio-alta e del settore terziario, dove viene impiegato lavoro relativamente qualificato, è paragonabile a quello osservato in paesi a reddito medio, come la Malesia.

Il peso economico delle quattro economie di recente industrializzazione (3,5 per cento del prodotto mondiale) è nel complesso pari a poco più della metà di quello del Giappone. Benché ancora relativamente elevato, il ritmo di crescita del prodotto di questi paesi diminuirebbe gradualmente, riflettendo lo stadio di sviluppo economico ormai maturo da essi raggiunto; la loro dinamica demografica è debole e il loro livello di benessere, misurato dal prodotto pro capite, è prossimo a quello giapponese.

Degli altri paesi dell'ASEAN, la Malesia e la Thailandia si avviano a divenire economie avanzate. A uno stadio di sviluppo nettamente inferiore si collocano, invece, le nazioni più popolose, tra cui l'Indonesia e le Filippine. Come altre e più avanzate economie della regione, anche questi paesi hanno teso a seguire strategie di sviluppo fortemente orientate alla crescita delle esportazioni, in taluni casi relativamente concentrate nel settore dell'elettronica (Malesia e Filippine). In Vietnam le condizioni di maggiore arretratezza economica, pure attenuatesi in seguito alla rapida crescita del prodotto degli ultimi quindici anni, riflettono l'avvio, solo dalla metà degli anni novanta, del difficile processo di trasformazione da una economia pianificata a una di mercato.

A uno stadio di sviluppo decisamente inferiore si collocano il Pakistan e il Bangladesh. Negli ultimi quindici anni il ritmo di crescita del loro prodotto pro capite (rispettivamente 2,1 e 3,1 per cento) è stato notevolmente inferiore a quello dell'India. Pur condividendo con quest'ultimo paese una relativa chiusura commerciale, essi denotano una minore disponibilità di capitale umano qualificato e di capacità tecnologiche.

La congiuntura e le politiche economiche negli altri paesi emergenti

Nel 2004 in America latina, per la prima volta da un triennio, tutti i principali paesi hanno registrato ritmi di crescita sostenuti (tav. A1). L'aumento del prodotto, salito al 5,7 per cento dal 2,2 nel 2003, ha beneficiato del rafforzamento delle esportazioni di materie prime e della netta ripresa della domanda interna. Le politiche economiche sono state volte a contenere le pressioni inflazionistiche e a migliorare i saldi dei bilanci pubblici.

In Argentina, la ripresa economica è proseguita al ritmo del 9 per cento nel 2004, dall'8,8 nel 2003; il prodotto è peraltro tornato sul livello raggiunto alla fine del 1998, prima dell'avvio della recessione sfociata nella crisi finanziaria del 2001. In seguito alla prosecuzione di una forte espansione della domanda interna, in particolare dei consumi privati, si è ampliato il contributo negativo del settore estero. Dalla primavera del 2004 si è interrotto il processo di disinflazione avviato nell'anno precedente: l'aumento dei prezzi sui dodici mesi, dal 2,3 per cento in marzo, è salito al 6,1 in dicembre e all'8,8 nell'aprile dell'anno in corso, inducendo le autorità monetarie a innalzare i tassi di riferimento all'inizio del 2005.

Grazie al buon andamento delle entrate, in parte costituite da tasse sulle esportazioni e sulle transazioni finanziarie, l'avanzo primario del bilancio federale è salito al 3,4 per cento del PIL nel 2004, dall'1,9 nel 2003, un risultato migliore dell'obiettivo indicato nel programma concordato con l'FMI nel settembre 2003.

In Brasile l'attività economica ha nettamente accelerato nel 2004, al 5,0 per cento dallo 0,5 del 2003, traendo impulso dalla forte espansione delle esportazioni (18 per cento); condizioni monetarie e finanziarie meno restrittive hanno favorito la ripresa, dopo un biennio di flessione, dei consumi e degli investimenti. L'inflazione, dopo essere scesa al 5,2 per cento nel maggio del 2004, è risalita in agosto al di sopra del 7 per cento, un valore superiore all'obiettivo delle autorità, inducendo la banca centrale a innalzare, dal settembre 2004 e a più riprese, i tassi di riferimento (dal 16,25 per cento al 19,75 nel maggio 2005). La politica di bilancio ha continuato a essere improntata al rigore. L'avanzo primario del bilancio pubblico consolidato, dal 4,3 per cento del PIL nel 2003, è salito al 4,6 nel 2004, conseguendo l'obiettivo stabilito con l'FMI; il debito pubblico netto è sceso al 51,6 per cento del PIL alla fine del 2004, dal 57,2 nel 2003. La quota del debito estero, dal 45 per cento del PIL nel 2002, è diminuita al 33 nel 2004.

In Messico la crescita è salita al 4,4 per cento nel 2004, dall'1,4 nel 2003, beneficiando del miglioramento delle ragioni di scambio, dell'accelerazione delle importazioni degli Stati Uniti e del consolidamento della ripresa degli investimenti. La riduzione del disavanzo del bilancio pubblico, al 2,4 per cento del prodotto, è stata favorita dagli elevati introiti da esportazioni petrolifere, pari a circa un terzo delle entrate totali.

In Venezuela, dopo la profonda recessione del biennio 2002-03, che ha comportato una caduta cumulata del PIL pari a circa il 16 per cento, nel 2004 l'attività economica è tornata a espandersi a un ritmo sostenuto (17,3 per cento). La ripresa ha interessato anche il settore non petrolifero, che ha beneficiato di misure di bilancio espansive.

In Russia nel 2004 il prodotto ha continuato a crescere a un ritmo elevato, pari al 7,1 per cento (7,3 nel 2003). L'eccezionale aumento degli introiti da esportazioni petrolifere ha sospinto la domanda interna, in particolare i consumi privati, accresciutisi dell'11 per cento (7,4 nel 2003). L'inflazione, pari all'11 per cento nella media del 2004, è salita al 13,5 nell'aprile dell'anno in corso, risentendo della creazione di liquidità dovuta all'accumulo di riserve, solo in parte sterilizzata. Grazie al forte aumento delle entrate tributarie, sospinte dagli elevati introiti da esportazioni di petrolio e dalla favorevole congiuntura, l'avanzo del bilancio federale è salito al 4,4 per cento del PIL nello scorso anno, dall'1,7 nel 2003.

Nel dicembre 2004 il Consiglio europeo ha deciso di avviare i negoziati per l'adesione della Turchia alla UE. Tali negoziati, il cui inizio è previsto nell'ottobre 2005, dopo la ratifica da parte del Parlamento turco dell'accordo con la UE, dovrebbero avere una durata non inferiore al decennio. L'espansione dell'economia turca, avviatasi dopo il superamento della crisi finanziaria del 2001, ha raggiunto il 9 per cento nel 2004, dal 5,8 nel 2003. L'inflazione, sia pure in ripresa nella seconda metà dell'anno, si è mantenuta su un valore inferiore all'obiettivo fissato dalle autorità, inducendo la banca centrale a rendere gradualmente meno restrittive le condizioni monetarie nel

2004 e nei primi mesi del 2005. La politica fiscale ha mantenuto, invece, un orientamento improntato al rigore: l'avanzo primario del bilancio pubblico, in aumento rispetto all'anno precedente, è risultato in linea con l'obiettivo del 6,5 per cento del PNL concordato con l'FMI. Nonostante il rafforzamento delle esportazioni, la dinamica elevata delle importazioni ha comportato un ulteriore netto deterioramento del disavanzo commerciale.

In Africa l'attività economica ha accelerato al 5,1 per cento nel 2004, dal 4,6 nel 2003, registrando il ritmo di sviluppo più elevato dal 1996. Nella regione subsahariana il favorevole andamento delle esportazioni e delle ragioni di scambio ha favorito un'accelerazione del prodotto al 5,1 per cento, dal 4,2 nel 2003; un importante sostegno è anche provenuto dal miglioramento del contesto macroeconomico interno, in particolare dalla riduzione dell'inflazione. In Sudafrica, la maggiore e più avanzata economia della regione, l'aumento del PIL è salito al 3,7 per cento, dal 2,8 nel 2003, grazie soprattutto alla forte espansione della domanda interna; nonostante il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, la disoccupazione è rimasta assai elevata (intorno al 27 per cento).

Dopo un ventennio di complessivo declino, dalla metà degli anni novanta il reddito reale pro capite nell'Africa subsahariana è tornato a crescere costantemente, a un ritmo che ha raggiunto nel 2004 il 2,8 per cento. Ciò non è stato tuttavia sufficiente a evitare un ulteriore ampliamento del divario negativo di benessere nei confronti degli altri paesi in via di sviluppo; inoltre, non si è ridotta in misura significativa l'incidenza, assai elevata tra la popolazione (circa il 46 per cento nel 2001), degli individui che vivono in condizioni di povertà estrema. Secondo stime della Banca Mondiale, il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio presupporrebbe un tasso di incremento annuo del reddito pro capite nella regione pari ad almeno il 5,2 per cento nei prossimi dieci anni, a fronte dell'1,4 per cento registrato nell'ultimo decennio. Nonostante i miglioramenti conseguiti nella gestione delle politiche macroeconomiche, l'elevata dipendenza dalle esportazioni di materie prime, la scarsa diversificazione della produzione e l'arretratezza dei sistemi finanziari fanno sì che le economie della regione rimangano vulnerabili agli effetti delle calamità naturali e alle fluttuazioni delle ragioni di scambio.

La recente liberalizzazione del commercio internazionale nel settore dei prodotti tessili e dell'abbigliamento potrebbe peggiorare significativamente le prospettive di crescita in alcuni paesi dell'Africa subsahariana che più dipendono dalle esportazioni in questo settore, in seguito alla più agguerrita concorrenza dei produttori asiatici e alla considerevole lontananza geografica dal mercato europeo (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*).

I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2004 sui mercati finanziari sono prevalse condizioni distese. I rendimenti delle obbligazioni pubbliche statunitensi sono rimasti contenuti. I premi per il rischio si sono collocati su livelli bassi per tutte le categorie di prenditori: i differenziali sulle obbligazioni societarie e su quelle dei paesi emergenti sono scesi a livelli minimi; i corsi azionari si sono mantenuti attorno agli elevati valori raggiunti alla fine del 2003; la variabilità dei corsi ha segnato un netto calo. Nei paesi industriali i prezzi delle attività finanziarie e reali hanno beneficiato dell'aumento della redditività delle imprese. Il rafforzamento delle variabili economiche di fondo ha sostenuto i prezzi delle obbligazioni di numerosi paesi emergenti; in taluni di essi permangono, tuttavia, elevati livelli di indebitamento pubblico ed estero. L'abbondante liquidità ha spinto gli investitori a ricercare rendimenti più elevati inducendoli, in alcune circostanze, a una eccessiva assunzione di rischio. I prezzi delle abitazioni nei paesi industriali hanno continuato a crescere, sospinti dai bassi livelli dei tassi sui mutui ipotecari.

Nel 2004 è proseguita, sia pure con minore intensità, la tendenza al deprezzamento del dollaro in atto dall'inizio del 2002. A contenere l'indebolimento della moneta statunitense nei confronti delle altre principali valute avrebbe contribuito, nella prima metà dell'anno, il rafforzamento della crescita negli Stati Uniti. Nel quarto trimestre, l'acuirsi delle preoccupazioni connesse con l'aumento dello squilibrio esterno degli Stati Uniti ha innescato nuove pressioni al ribasso sulla moneta statunitense. I paesi emergenti dell'Asia hanno intensificato nell'anno, rispetto a quanto avvenuto nel 2003, l'accumulo di riserve valutarie, nell'ambito di strategie volte a contrastare l'apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro. Queste politiche, oltre a rendere più difficile il controllo delle condizioni monetarie e creditizie interne accentuando i rischi di instabilità finanziaria e macroeconomica, non contribuiscono a un ridimensionamento graduale e ordinato degli squilibri nei pagamenti internazionali, come è stato ribadito dai Ministri delle finanze e dai Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali al termine dei recenti incontri di Washington.

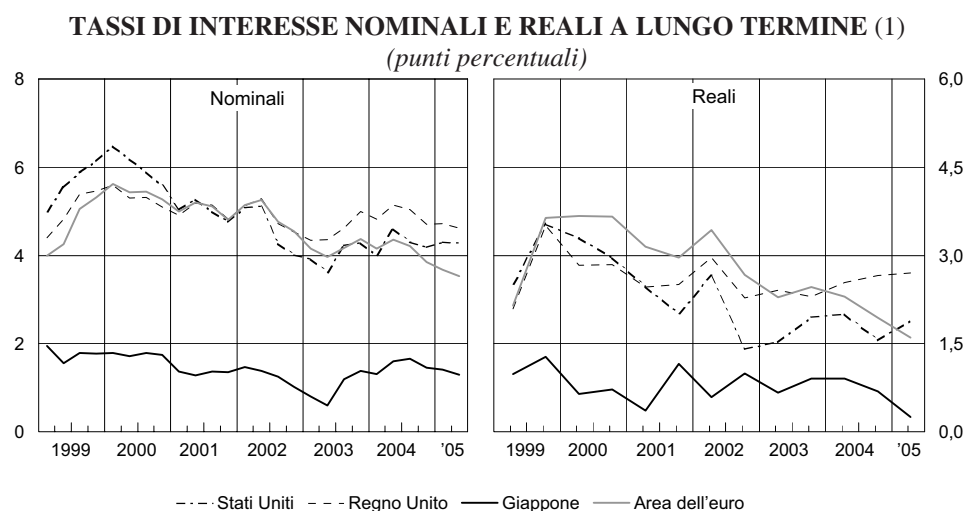
Nei primi mesi del 2005 si è osservata una lieve crescita della volatilità dei prezzi dei titoli. Dalla metà di febbraio l'aumento delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti ha indotto un rialzo dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche. Dalla metà di marzo alcuni dati macroeconomici meno favorevoli del previsto hanno generato in-

certezza circa la solidità della crescita statunitense: i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche si sono ridotti; i premi per il rischio sul mercato azionario, sulle obbligazioni private e su quelle dei paesi emergenti sono stati spinti verso l'alto.

I mercati finanziari nei paesi industriali

Nel 2004 i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali statunitensi hanno registrato solo limitate oscillazioni attorno ai livelli, di poco superiori al 4 per cento, della fine dell'anno precedente (fig. A6).

Fig. A6



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media dei rendimenti nazionali ponderata con gli stocks nominali di titoli. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati del II trimestre 2005 sono aggiornati sino al 18 maggio); dati medi di aprile e ottobre per i tassi reali. Questi ultimi sono deflazionati con le aspettative d'inflazione al consumo di *Consensus Forecasts* sull'orizzonte 6 - 10 anni (per il Giappone 4 anni).

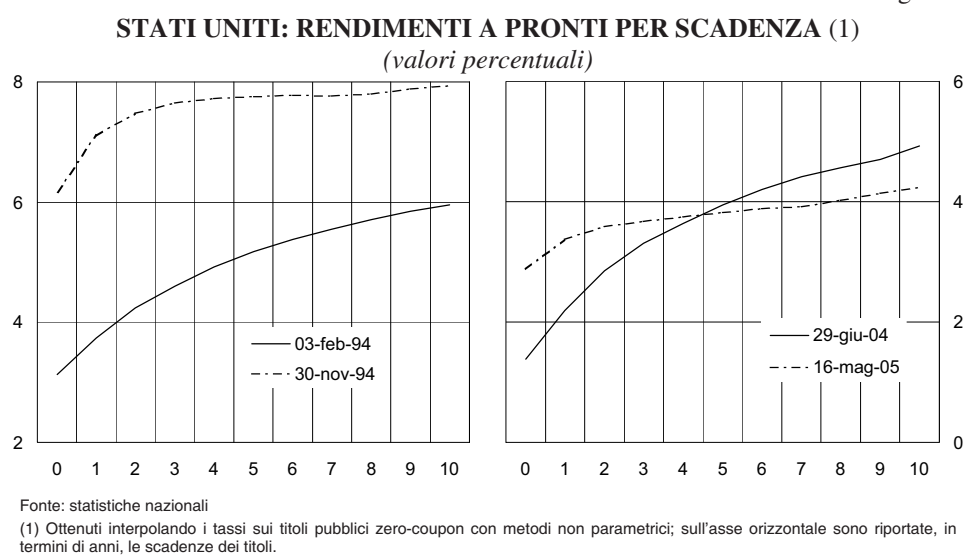
Tra la metà di marzo e la metà di maggio 2004 i rendimenti delle obbligazioni decennali pubbliche degli Stati Uniti erano saliti di 1,2 punti percentuali, al 4,9 per cento, riflettendo l'accelerazione, superiore alle attese, dell'attività produttiva nei primi mesi dell'anno e l'aumento dell'inflazione. Successivamente, nonostante il rialzo del prezzo del petrolio e il mutamento d'indirizzo della politica monetaria, si sono nuovamente ridotti e, dall'autunno, si sono stabilizzati poco al di sopra del 4 per cento.

Tra la metà di febbraio e la fine di marzo del 2005 i rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro statunitense sono saliti di 0,7 punti percentuali, fino a raggiungere il 4,6 per cento, in seguito alla percezione di un aumento delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti; nelle settimane successive i rendimenti sono ridiscesi, collocandosi attorno ai livelli della fine dello scorso anno.

Il livello dei tassi d'interesse nominali a lungo termine osservato negli ultimi anni riflette la bassa inflazione attesa e la riduzione del premio per il rischio connesso con la variabilità dell'inflazione e della crescita, favorite dalla accresciuta credibilità e trasparenza della politica monetaria.

Tra la fine di giugno del 2004 e la metà di maggio del 2005 la pendenza della curva per scadenza dei rendimenti a pronti negli Stati Uniti si è ridotta; l'aumento dei tassi a breve termine, connesso con il mutamento della politica monetaria della Riserva federale alla fine dello scorso giugno, si è associato a una riduzione dei rendimenti sulle scadenze più lunghe (fig. A7). Nella fase di restrizione monetaria avviata nel febbraio 1994, l'azione della Riserva federale, volta a contrastare in anticipo i focolai di inflazione in un periodo di forte espansione dell'attività produttiva, venne percepita come insufficiente dai mercati; il conseguente aumento dell'incertezza si tradusse in un rialzo repentino e consistente della curva dei rendimenti. I tassi d'interesse sulle obbligazioni decennali del Tesoro salirono, tra l'inizio di febbraio e la fine di novembre 1994, di quasi due punti percentuali, in un contesto di forte accelerazione dell'attività produttiva e dei prezzi.

Fig. A7



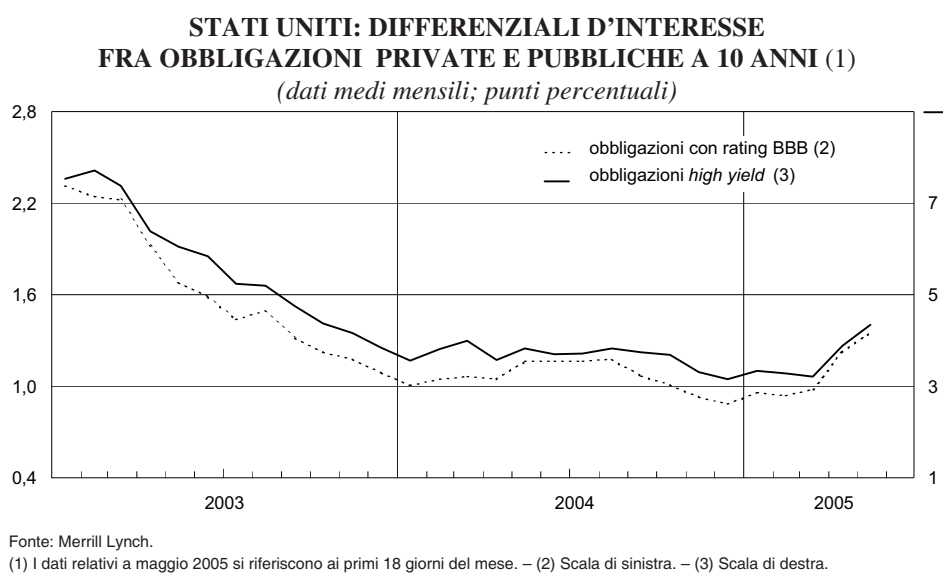
Nel 2004 negli Stati Uniti i tassi d'interesse a dieci anni, deflazionati con le aspettative d'inflazione di lungo periodo, e quelli sui titoli indicizzati all'inflazione si sono collocati al di sotto del 2 per cento (fig. A6). I tassi di interesse a lunga in termini reali si situavano su valori simili anche nel periodo 1950-1973.

Negli ultimi dieci anni nella generalità dei paesi i tassi d'interesse a lunga scadenza in termini reali sono scesi su livelli in media inferiori a quelli del decennio precedente. Questa riduzione è in contrasto con la significativa accelerazione della produttività osservata nello stesso periodo, in particolare negli Stati Uniti. Alla discesa dei tassi d'interesse reali potrebbe avere contribuito l'aumento del tasso di risparmio mondiale, salito

progressivamente dal 22,6 per cento nella prima metà degli anni novanta a quasi il 25 per cento nel 2004.

Nel 2004 gli acquisti netti di titoli pubblici statunitensi da parte di non residenti sono risultati pari al volume delle emissioni nette; alla fine dell'anno la quota dei titoli collocati sul mercato detenuti da non residenti ha superato il 50 per cento (per quasi due terzi autorità estere), dal 38 all'inizio del 2002. A contenere i rendimenti a lungo termine avrebbero contribuito taluni fattori specifici: la crescente domanda da parte dei fondi pensione, tesa a bilanciare la durata delle attività con quella delle passività, nonché la riduzione dell'offerta di titoli a lunga scadenza da parte del Tesoro statunitense, che si è tradotta nella diminuzione della vita media residua dello stock del debito pubblico.

Fig. A8

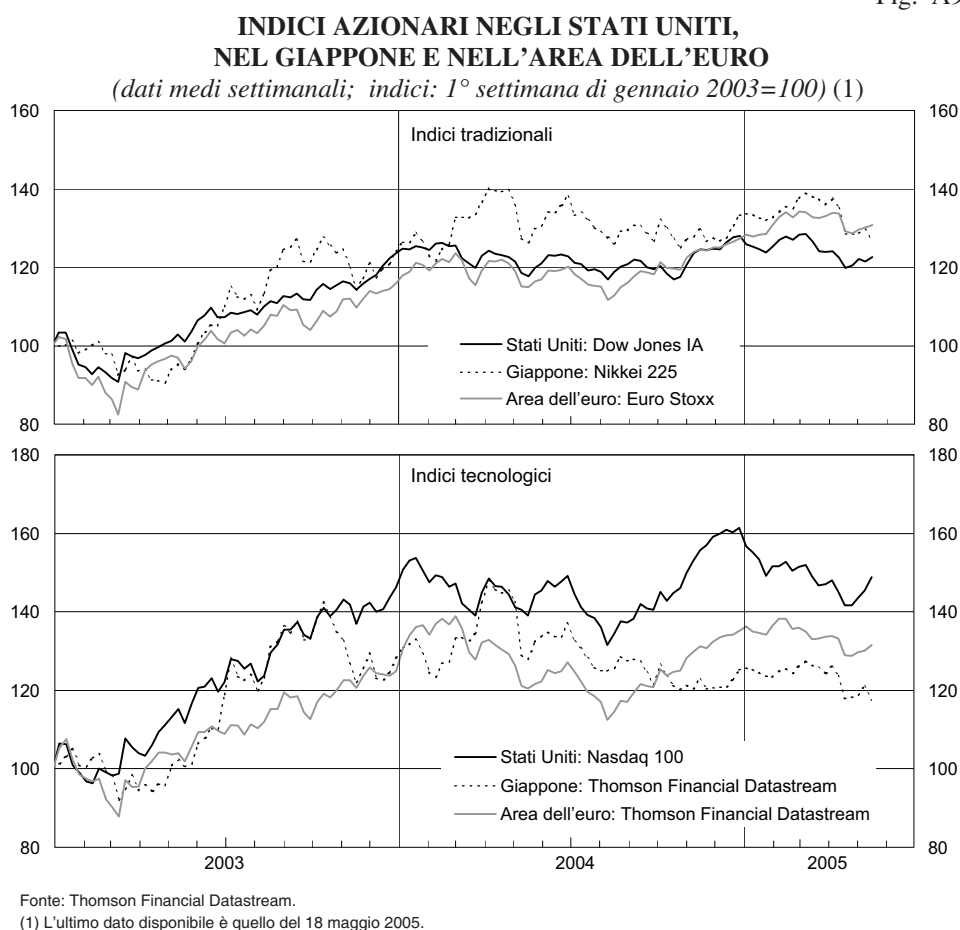


Il premio per il rischio richiesto sulle obbligazioni private statunitensi si è mantenuto nel corso del 2004 su valori molto contenuti. Vi ha contribuito il rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese – nel 2004 le società incluse nell'indice azionario Standard and Poor's 500 hanno registrato un ROE pari al 20 per cento, di oltre 6 punti percentuali superiore al minimo toccato nel 2002 – segnalato anche dalla diminuzione delle insolvenze e dal miglioramento del saldo tra aumenti e declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie specializzate. Per le obbligazioni delle imprese con merito di credito più elevato, il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è mantenuto attorno a un punto percentuale (fig. A8). Nel caso delle obbligazioni *high yield* il differenziale è diminuito alla fine dello scorso anno fino a 3 punti;

il calo è stato favorito dalla ricerca di rendimenti elevati da parte degli operatori e dall'aumento della propensione ad assumere rischi finanziari, in un contesto di ancora abbondante liquidità.

Dalla metà del marzo 2005 la diffusione di dati meno favorevoli del previsto sull'andamento dell'economia statunitense e l'acuirsi delle difficoltà del settore automobilistico hanno indotto un repentino rialzo dei premi per il rischio che, il 18 maggio, si collocavano, rispettivamente, a 1,4 e 4,6 punti. All'inizio di maggio un'importante agenzia di rating ha declassato le obbligazioni della General Motors e della Ford alla categoria *high yield*; la decisione, già scontata dagli investitori, ha avuto effetti limitati sulle quotazioni.

Fig. A9

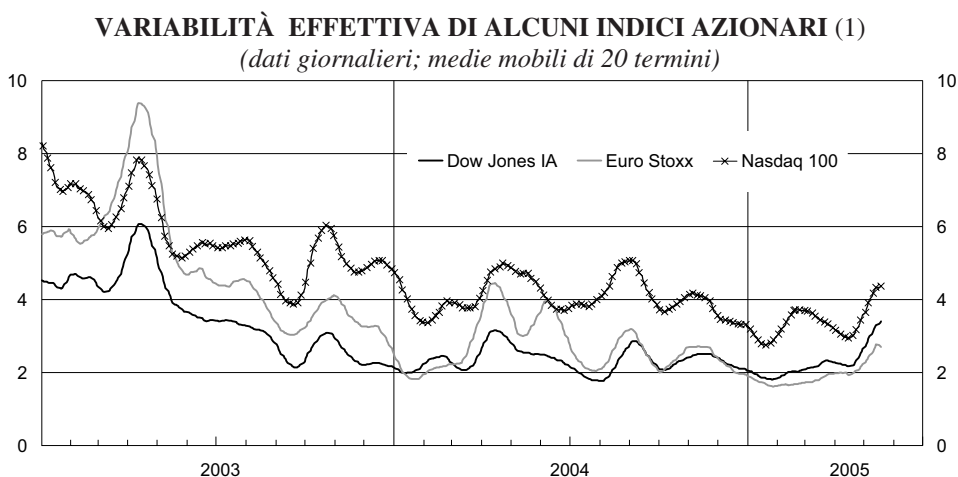


Nel 2004 i principali indici mondiali di borsa hanno segnato lievi rialzi, pur registrando nel corso dell'anno oscillazioni, più accentuate per i titoli tecnologici (fig. A9). La stabilità dei mercati azionari è risultata dall'operare di fattori contrastanti. Da un lato, le quotazioni hanno tratto sostegno dall'aumento degli utili delle imprese, che ha ecceduto il fabbisog-

gno connesso con gli investimenti produttivi; l'abbondante disponibilità di risorse liquide ha consentito di effettuare operazioni di riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) e di distribuire dividendi elevati. Dall'altro, gli aumenti dei prezzi delle materie prime hanno esercitato una pressione al ribasso sui corsi, più accentuata su quelli di alcuni settori produttivi.

Nel 2004 negli Stati Uniti il numero di prime quotazioni in borsa, dopo tre anni di riduzione, è quasi triplicato, fino a 194 unità; esso resta, tuttavia, molto inferiore a quelli osservati nella seconda metà degli anni novanta. La variabilità dei corsi azionari è rimasta modesta (fig. A10), quella implicita nelle quotazioni delle opzioni sui futures sugli indici ha segnato un ulteriore calo. A contenere la variabilità hanno contribuito sia la riduzione dell'incertezza macroeconomica, sia l'operare di taluni fattori tecnici (cfr. il riquadro: *La bassa variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*, in *Bollettino economico*, n. 43, 2004).

Fig. A10



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) La variabilità è calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti azionari nei 20 giorni terminanti in quello indicato. L'ultimo dato disponibile è quello del 18 maggio 2005.

Grazie al proseguimento del processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria avviato nel 2002 nonché alla favorevole evoluzione dei mercati finanziari, nel 2004 le imprese statunitensi hanno continuato a rafforzare le loro condizioni patrimoniali e reddituali. Il margine operativo netto delle società non finanziarie è aumentato, nella media dell'anno, del 19 per cento rispetto al 2003. Gli elevati profitti hanno consentito alle imprese di finanziare gli investimenti produttivi facendo esclusivo ricorso a fondi generati al loro interno; alla fine dell'anno, il rapporto tra il valore complessivo di questi ultimi e gli investimenti lordi non finanziari (tasso di autofinanziamento) era pari al 114 per cento, un valore elevato, anche se inferiore al massimo registrato nel 2003 (124 per cento).

Le società non finanziarie hanno continuato a ridurre l'indebitamento, disceso dall'86 all'84 per cento del loro valore aggiunto; anche la leva finanziaria, calcolata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie ai

valori di mercato, è ulteriormente diminuita, seppure in misura contenuta (dal 32,8 per cento del 2003 al 32,4 per cento); il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto è sceso dal 21,1 al 18,6 per cento; nel 2001 aveva raggiunto un picco del 35,2 per cento. Le imprese statunitensi hanno inoltre ristrutturato il proprio debito, rendendo meno vulnerabili i propri bilanci ad aumenti dei tassi di interesse attraverso la riduzione dell'incidenza dell'indebitamento a breve termine sul totale delle passività.

Grazie alla forte crescita della redditività, il rapporto tra i corsi delle azioni e gli utili correnti si è gradualmente ridotto fino alla scorsa estate, per poi stabilizzarsi: con riferimento all'indice del mercato azionario statunitense calcolato da Thomson Financial Datastream, alla metà di maggio dell'anno in corso si attestava a 18,5, poco al di sopra del valore medio degli ultimi trenta anni (16).

Dalla metà dello scorso marzo, la maggiore incertezza sulla solidità dell'espansione negli Stati Uniti e l'annuncio, da parte di alcune società quotate, di utili inferiori alle attese hanno determinato una lieve flessione delle quotazioni azionarie. L'indice Dow Jones Industrial Average ha perso da allora il 3 per cento; la variabilità implicita nei prezzi delle opzioni è lievemente risalita.

In Giappone l'indice di borsa Nikkei 225 aveva registrato nel primo trimestre del 2004 rialzi significativi in concomitanza con la netta accelerazione dell'attività produttiva. Successivamente esso è diminuito; nel corso dell'anno è, comunque, aumentato dell'8 per cento (fig. A9). L'indice riferito ai titoli bancari è cresciuto in misura maggiore, del 27 per cento, per effetto del rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali del sistema creditizio. Il tasso d'interesse sulle obbligazioni pubbliche a dieci anni si mantiene su valori molto contenuti; dalla fine del 2004 esso oscilla fra l'1,2 e l'1,5 per cento; in termini reali si colloca al di sotto dell'1 per cento.

È proseguito il miglioramento della situazione patrimoniale del sistema bancario giapponese, che ha tratto giovamento anche dal buon andamento delle condizioni reddituali e dal consolidamento di quelle finanziarie delle imprese. Dal 1° aprile dell'anno in corso è stata rimossa la garanzia pubblica illimitata sui depositi vincolati; la misura sarebbe dovuta entrare in vigore nell'aprile del 2003, ma era stata rinviata per timore di compromettere la raccolta degli istituti più deboli.

La Financial Services Agency ha reso noto che a settembre del 2004 il totale delle partite in sofferenza del sistema bancario era pari a 23,8 mila miliardi di yen, in diminuzione del 25 per cento rispetto a un anno prima; l'incidenza sugli impieghi si era così ridotta di 1,5 punti percentuali, al 5,3 per cento (4,7 per cento del PIL). Per le maggiori banche il rapporto tra le sofferenze e gli impieghi si era ridotto di 1,8 punti, al 4,7 per cento; per

quelle regionali in misura più contenuta, pari a 1,2 punti, al 6,3 per cento. Alla luce di tali risultati è probabile che sia stato conseguito l'obiettivo, indicato dalla Financial Services Agency alle maggiori banche nel 2002, di ridurre entro marzo 2005 il rapporto tra sofferenze e impieghi al 4,3 per cento, la metà del valore prevalente nel marzo 2002.

Nel 2004 il mercato internazionale dei derivati ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, sia pure inferiori a quelli eccezionalmente elevati dell'anno precedente. La domanda di copertura con strumenti derivati è stata più intensa nella prima metà dell'anno. L'incertezza circa le decisioni della Riserva federale e dell'Eurosistema – in marzo si è delineata la possibilità di un allentamento delle condizioni monetarie nell'area dell'euro, in aprile e in maggio quella di un più rapido rialzo dei tassi negli Stati Uniti – ha stimolato la domanda di futures e di opzioni sui tassi a breve termine; il temporaneo rialzo dei rendimenti obbligazionari nei mesi primaverili ha sospinto la domanda di derivati sui tassi a lungo termine. Nell'anno i valori nozionali dei contratti di opzione trattati sui mercati organizzati sono aumentati del 20 per cento (71 nel 2003), quelli dei contratti futures del 38 per cento (33 nel 2003); le consistenze di tali contratti, quasi interamente relativi a tassi d'interesse, hanno così raggiunto, rispettivamente, i 27.700 e i 18.900 miliardi di dollari, pari al 107 e al 73 per cento del prodotto delle maggiori economie industriali.

Negli ultimi anni gli investitori hanno accresciuto in misura significativa il ricorso a strumenti per il trasferimento del rischio di credito. I derivati su crediti, costituiti quasi interamente da credit default swaps – contratti in cui il prestatore, pagando un premio periodico, si copre dal rischio di inadempienza del debitore – sono quelli che si stanno diffondendo più rapidamente sui mercati over-the-counter (OTC), ossia quelli non organizzati. Questi strumenti permettono di trasferire il rischio di credito della tradizionale attività di prestito, mutando profondamente il modo di operare dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Per questo le autorità stanno seguendo il fenomeno con particolare attenzione, anche nelle sedi della cooperazione internazionale come il Financial Stability Forum. Secondo i dati dell'International Swaps and Derivatives Association, lo scorso anno il ricorso a tali strumenti ha segnato un'accelerazione: lo stock di contratti in essere è aumentato del 123 per cento (72 per cento nel 2003), superando gli 8.400 miliardi di dollari.

Il fenomeno del trasferimento del rischio di credito è stato oggetto di un'indagine da parte del Joint Forum – un'emanazione degli organismi internazionali di cooperazione tra autorità di vigilanza sulle banche, sulle assicurazioni e sulle borse costituita presso la BRI – che lo scorso settembre ha presentato i risultati al Financial Stability Forum (cfr. nella sezione E il capitolo: *Il quadro normativo*). Il rapporto, recentemente reso pubbli-

co, conclude che, in base all'esperienza degli ultimi anni, i derivati su crediti hanno consentito un trasferimento del rischio di credito ordinato ed efficiente sotto il profilo del rischio di controparte e di quello giuridico; i partecipanti al mercato appaiono consapevoli dell'aumento della vulnerabilità che il ricorso a tali strumenti comporta, in particolare per i venditori di protezione, e hanno tratto i dovuti insegnamenti dall'esperienza passata; attualmente non sembra sussistano concentrazioni eccessive di rischio di credito.

Negli ultimi anni nei paesi industriali una serie di fattori economici e normativi ha indotto alcuni operatori, segnatamente i responsabili dei piani previdenziali pubblici e aziendali nonché le istituzioni finanziarie, a trasferire in misura crescente il rischio finanziario alle famiglie; data la sua rilevanza, il fenomeno è stato di recente analizzato dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dal Financial Stability Forum.

L'aumento dell'aspettativa di vita della popolazione e le oscillazioni dei corsi mobiliari hanno accresciuto per il settore pubblico e per le imprese private l'onere connesso con l'offerta di prestazioni pensionistiche predefinite: tra gli enti previdenziali pubblici si sta diffondendo, con ritmo diverso a seconda del paese, il passaggio dal sistema a ripartizione a quello a capitalizzazione; i datori di lavoro privati, soprattutto nei paesi anglosassoni, stanno abbandonando i piani aziendali a prestazioni predefinite a favore di quelli a contribuzione predefinita. Ne deriva un trasferimento alle famiglie del rischio di mercato, collegato alle oscillazioni dei prezzi delle attività finanziarie, e del cosiddetto rischio di longevità.

L'adozione di nuove regole di vigilanza e di standard contabili, nonché i grandi progressi realizzati in campo informatico, hanno indotto le istituzioni finanziarie a porre maggiore attenzione sulla gestione del rischio. Le banche hanno trasferito il rischio di credito, anche mediante l'uso di derivati, ad altri settori (segnatamente assicurazioni e hedge funds). A loro volta le imprese assicuratrici hanno cercato di ridurre il rischio, accrescendo la corrispondenza tra l'attivo e il passivo patrimoniale e offrendo strumenti finanziari e previdenziali in cui il rischio di credito e di mercato è a carico delle famiglie.

Questa riallocazione, che espone le famiglie al rischio finanziario in misura maggiore e più direttamente che in passato, potrebbe avere importanti implicazioni. Sotto il profilo macroeconomico, l'aumento dell'incertezza circa il costo futuro della previdenza potrebbe accrescere il risparmio precauzionale; inoltre, tale riallocazione del rischio potrebbe influire sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nella misura in cui il mutato profilo di rischio dei bilanci delle famiglie modificasse la reattività dei consumi alle variazioni dei prezzi dei titoli e dei tassi d'interesse. L'entità di tali effetti dipende anche dal volume di ricchezza reale e finanziaria delle famiglie nonché dalla sua distribuzione tra queste. Gli effetti sulla stabilità finanziaria sono più difficili da identificare. Il trasferimento alle famiglie, infatti, consente di distribuire su un elevato numero di operatori un dato rischio complessivo, riducendo la probabilità, elevata nel caso di concentrazione del rischio presso gli intermediari finanziari, di una crisi bancaria; tuttavia affinché vengano conseguiti gli attesi guadagni in termini di efficienza derivanti dalla dispersione del rischio è necessario che le famiglie siano in grado di gestire in modo consapevole, anche mediante una adeguata "istruzione" finanziaria, l'ulteriore rischio che grava sulle proprie finanze, condizione che spesso

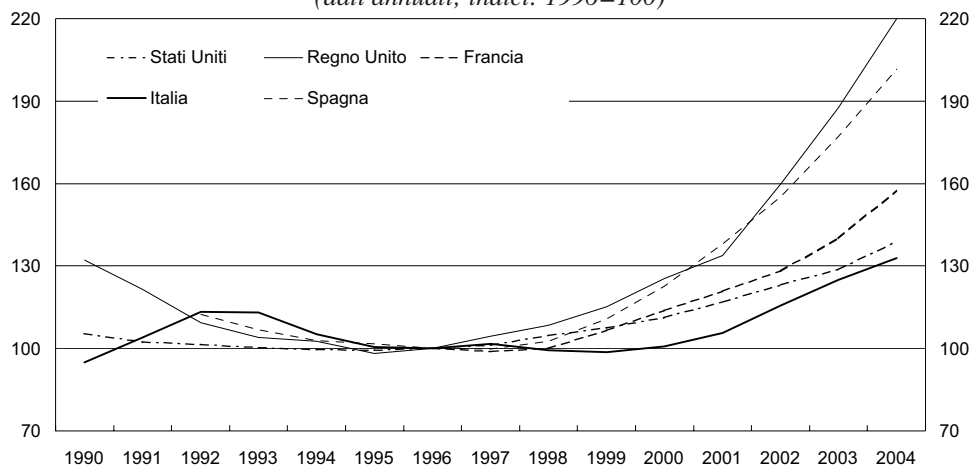
non appare soddisfatta, soprattutto per talune classi di reddito e di età. In tale contesto, sugli intermediari finanziari che non si attengono a regole di autodisciplina gravano rilevanti rischi legali e di reputazione.

I prezzi delle abitazioni nei paesi industriali

Nel 2004 nella maggior parte dei paesi industriali è proseguita la tendenza alla crescita dei prezzi delle abitazioni (cfr. il riquadro: *L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). Nella media dell'anno le quotazioni in Francia e negli Stati Uniti, depurate delle variazioni dei prezzi al consumo, hanno accelerato al 12 e all'8 per cento, rispettivamente (9 e 5 per cento nel 2003); in Spagna e in Italia sono aumentate del 14 e del 6 per cento, rispettivamente, valori non dissimili rispetto a quelli dell'anno precedente (fig. A11). Nel Regno Unito l'orientamento restrittivo della politica monetaria ha indotto una netta decelerazione delle quotazioni degli immobili nell'ultima parte dell'anno; nella media del 2004 esse sono cresciute allo stesso ritmo dell'anno precedente (17 per cento). In Australia i prezzi delle abitazioni hanno rallentato al 5 per cento, un ritmo notevolmente inferiore a quello del 2003 (15 per cento); alla decelerazione ha contribuito l'azione di restrizione monetaria avviata dalla banca centrale dal maggio 2002.

Fig. A11

**PREZZI DELLE ABITAZIONI IN TERMINI REALI
IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI (1)**
(dati annuali; indici: 1996=100)



Fonte: elaborazioni sulla base di statistiche nazionali. Per i prezzi delle abitazioni: OFHEO per Stati Uniti; Halifax per Regno Unito; statistiche nazionali per Francia e Spagna; Banca d'Italia, sulla base di dati Istat e *Il Consulente Immobiliare*, per l'Italia.

(1) Indici dei valori nominali deflazionati con i prezzi al consumo.

In Germania i valori reali delle abitazioni hanno registrato un calo del 3,7 per cento, continuando a risentire dell'ampia espansione dell'offerta

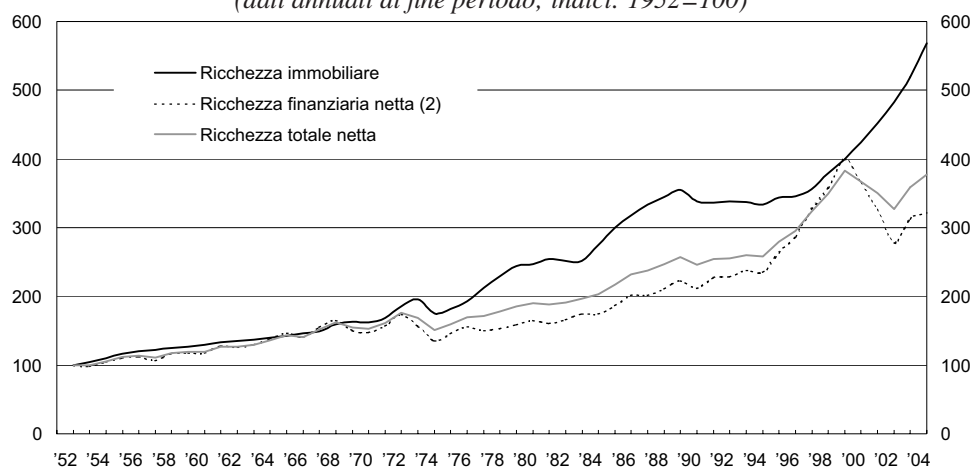
seguita all'unificazione. In Giappone, dove i prezzi erano in calo dal 1991, nell'ultima parte del 2004 e nei primi mesi dell'anno in corso in alcune aree urbane i valori immobiliari hanno ripreso ad aumentare.

Negli Stati Uniti, nel 2004 il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie è aumentato del 10 per cento pro capite in termini reali; in rapporto al reddito disponibile, esso si è innalzato, tra la fine del 2003 e quella dello scorso anno, dal 185 al 199 per cento. Nello stesso periodo l'indebitamento delle famiglie è salito dal 107 al 112 per cento del reddito disponibile; la ricchezza netta delle famiglie è aumentata dal 546 al 562 per cento del reddito disponibile.

Negli ultimi cinquant'anni il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie statunitensi in termini reali è cresciuto di quasi sei volte al netto dell'aumento della popolazione (fig. A12), rispetto a un incremento della ricchezza finanziaria netta pari al 220 per cento e del reddito disponibile pari al 260 per cento. Dal 1952 all'inizio degli anni settanta le componenti reale e finanziaria della ricchezza delle famiglie avevano mostrato dinamiche pressoché identiche, aumentando di circa il 50 per cento. Tra il 1970 e il 1989 il patrimonio immobiliare era raddoppiato, mentre quello finanziario era cresciuto solo del 50 per cento. Successivamente, dopo avere ristagnato nella prima metà degli anni novanta, il primo ha ripreso ad aumentare, accelerando nettamente dal 1998; il secondo ha rispecchiato il ciclo dei mercati azionari, con un aumento assai rapido nella seconda metà degli anni novanta seguito da un altrettanto marcato ridimensionamento all'inizio del decennio in corso. A tali andamenti ha corrisposto un incremento significativo del peso del patrimonio immobiliare sulla ricchezza netta totale, salito fino a circa il 36 per cento nel 2004, un massimo storico, assai superiore alla media degli ultimi cinquant'anni (28 per cento). Tuttavia, se si considera la ricchezza immobiliare al netto del valore dei mutui ipotecari, il suo peso rispetto a quella netta totale, sebbene in deciso aumento dal 2000, si colloca attualmente poco al di sopra del valore medio degli ultimi cinquant'anni (18 per cento).

Fig. A12

**RICCHEZZA IMMOBILIARE, FINANZIARIA E TOTALE
DELLE FAMIGLIE STATUNITENSIS PRO CAPITE IN TERMINI REALI (1)**
(dati annuali di fine periodo; indici: 1952=100)



Fonte: elaborazioni su dati Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Valori nominali deflazionati con il deflatore dei consumi totali. - (2) Differenza tra attività e passività finanziarie lorde.

Negli Stati Uniti l'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari ha nettamente rallentato: nel 2004 sono stati rinegoziati mutui per 1.180 miliardi di dollari, rispetto a una media annua di 1.860 miliardi nel triennio precedente. È aumentato invece il ritmo di accensione di nuovi mutui: nell'anno questi finanziamenti sono ammontati complessivamente a 1.470 miliardi di dollari, un valore superiore alla media annua del periodo 2001-03 (1.100 miliardi). Nonostante le attese di rialzo dei tassi di interesse a breve termine, circa un terzo dei mutui concessi nel 2004 è stato sottoscritto a un tasso variabile; nel biennio 2002-03, caratterizzato da un orientamento molto espansivo della politica monetaria statunitense, la quota dei mutui a tasso variabile era stata del 18 per cento. Questi rappresentano attualmente una percentuale molto bassa del totale e tendono a essere sottoscritti soprattutto da famiglie appartenenti alle classi di reddito inferiori, che risultano quindi più vulnerabili ad aumenti dei tassi di interesse.

Un fattore di rischio per l'economia statunitense, connesso anche con l'aumento dei tassi di interesse, è rappresentato dalla possibilità di una forte caduta dei prezzi delle abitazioni e dall'impatto negativo che questa potrebbe avere sui consumi delle famiglie. Un'analisi empirica, condotta sul periodo 1952-2004, ha stimato un modello di cointegrazione tra il livello dei consumi relativi ai servizi abitativi (essenzialmente le spese per affitti, inclusi quelli imputati a quanti vivono in abitazione di proprietà), quello di altri beni non durevoli, il reddito da lavoro (che approssima il flusso scontato di redditi da capitale umano), il livello della ricchezza immobiliare (al netto dei mutui ipotecari) e quello della ricchezza finanziaria (al netto dei debiti non ipotecari). Emerge che, nel lungo periodo, i consumi reagiscono con elasticità pari a uno alle variazioni del reddito da lavoro; con elasticità pari a 0,2 a variazioni di entrambi i tipi di ricchezza (un risultato coerente con precedenti stime dell'elasticità dei consumi rispetto alla ricchezza totale). La risposta dei consumi alle deviazioni temporanee dall'equilibrio della ricchezza reale e finanziaria non risulta significativa, rafforzando l'ipotesi secondo cui essi sono influenzati solamente da variazioni inattese e permanenti della ricchezza. L'importante sostegno fornito negli scorsi anni dall'aumento del patrimonio immobiliare alla spesa delle famiglie statunitensi farebbe quindi ritenere che il rincaro dei prezzi delle abitazioni sia stato percepito, in larga parte, come permanente. Qualora si verificasse un calo di quei prezzi, le conseguenze sui consumi dipenderebbero da come questo viene interpretato: qualora fosse considerata una correzione, già scontata, verso l'equilibrio, i consumi non dovrebbero risentirne in misura significativa; se, diversamente, la diminuzione fosse percepita come permanente, l'effetto sarebbe significativo: nel caso di una riduzione dei valori reali delle abitazioni del 10 per cento i consumi diminuirebbero, nel lungo periodo, di due punti percentuali.

Negli Stati Uniti le notevoli dimensioni assunte dai bilanci delle agenzie federali specializzate nei mutui ipotecari FNMA (Fannie Mae) e FHL-MC (Freddie Mac) e le recenti irregolarità contabili emerse a loro carico hanno indotto il Congresso ad avviare una riforma del settore.

Nel corso del tempo le due agenzie hanno modificato il modo di operare. Fino ai primi anni novanta acquistavano mutui ipotecari da intermediari al dettaglio per

poi cartolarizzarli e rivenderli come titoli a garanzia ipotecaria (mortgage-backed securities o MBS). In tal modo le agenzie assumevano solo il rischio di credito derivante dalla garanzia di rimborso offerta sui titoli venduti. Negli anni novanta esse hanno iniziato a detenere direttamente in bilancio volumi elevati di mutui, la cui consistenza tra il 1990 e il 2003 è passata da 136 a 1.560 miliardi di dollari. L'acquisto degli MBS, che sono titoli a lungo termine con possibilità di estinzione anticipata, è finanziato dalle agenzie con emissioni di obbligazioni a breve-medio termine che, agli occhi degli investitori, godono di una garanzia pubblica implicita; la diversa scadenza dell'attivo e del passivo ha comportato l'assunzione di un elevato rischio d'interesse.

Secondo la Riserva federale e il Tesoro degli Stati Uniti la mutata strategia di mercato delle due agenzie non è finalizzata al perseguimento della missione originaria, ossia la creazione di un mercato secondario sufficientemente liquido, e nel contempo ha creato un elevato rischio sistemico. Infatti, a fronte del notevole rischio di interesse da esse assunto, che il massiccio ricorso a strumenti derivati consente di coprire solo in parte, le agenzie hanno un patrimonio assai ridotto. Eventuali difficoltà delle agenzie, a cui si dovesse associare una caduta dei corsi delle obbligazioni da loro emesse, si ripercuoterebbero sulla solvibilità delle banche commerciali, che detengono in portafoglio volumi assai elevati di questi titoli. Sia la Riserva federale sia il Tesoro hanno, pertanto, proposto al Congresso di imporre alle agenzie una graduale, pressoché totale estinzione del portafoglio mutui; propongono altresì di affidare i compiti di vigilanza sulle due agenzie, attualmente responsabilità dell'Office of Federal Housing Enterprise Oversight, a un'autorità con maggiori poteri e risorse.

I mercati valutari

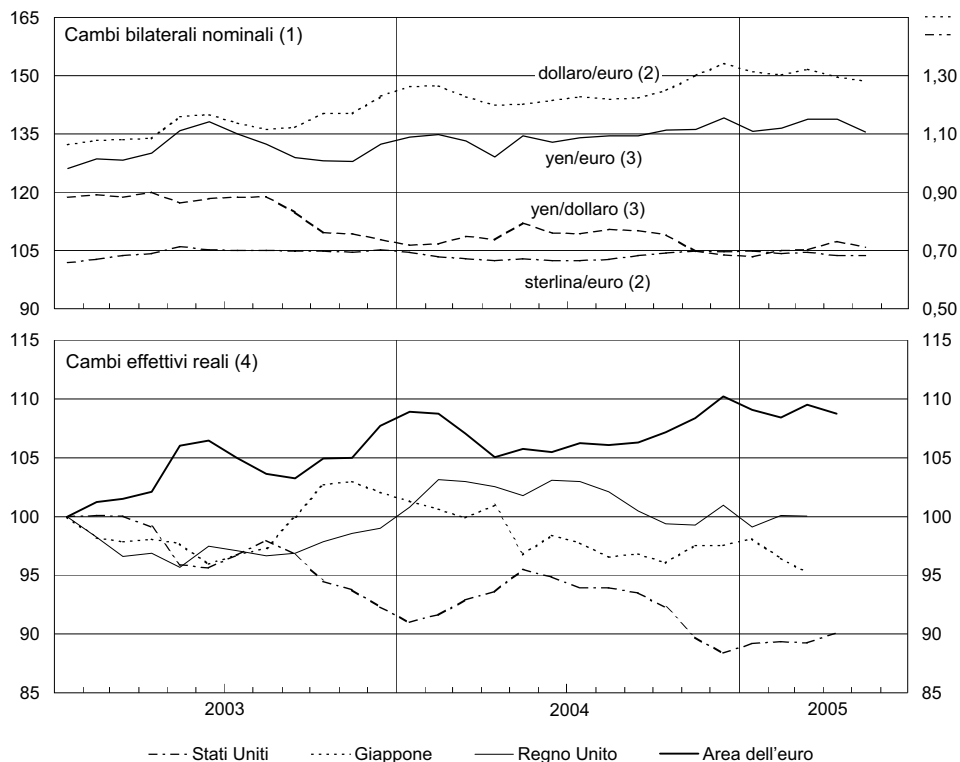
Nel corso del 2004 il dollaro si è deprezzato del 7,3 per cento nei confronti dell'euro, toccando un minimo di 1,36 alla fine di dicembre; l'indebolimento nei confronti dello yen è stato più contenuto, pari al 4,1 per cento (fig. A13). Nei primi mesi dell'anno in corso il dollaro si è rafforzato; si sono ampliati i differenziali di crescita attesa negli Stati Uniti nei confronti delle altre principali aree industriali. Dall'avvio della prolungata fase di debolezza (febbraio 2002), la valuta statunitense si è deprezzata in termini effettivi nominali del 15 per cento; il deprezzamento nei confronti dell'euro è stato del 32 per cento, quello nei confronti dello yen del 21 (fig. A14).

Grazie al deprezzamento del dollaro, la competitività dei prodotti statunitensi sui mercati internazionali, misurata dalla variazione del tasso di cambio effettivo reale calcolato dalla Riserva federale, è aumentata del 4,2 per cento nel 2004; i guadagni realizzati tra il 2001 e il 2004, pari complessivamente al 14,5 per cento, hanno riportato la competitività sui livelli del 1997. La perdita di competitività dell'area dell'euro, che si è commisurata al 21,8 per cento tra il 2000 e il 2003, è stata di minore entità (2,3 per cento) nel 2004, grazie soprattutto a un più contenuto apprezzamento dell'euro nei confronti dello yen. Nel 2004 la competitività del Giappone è migliorata (4,5 per cento) grazie sia al

lieve deprezzamento del cambio effettivo nominale dello yen sia all'evoluzione favorevole dei prezzi relativi.

Fig. A13

**TASSI DI CAMBIO NOMINALI BILATERALI
FRA LE PRINCIPALI VALUTE E INDICATORI DI COMPETITIVITÀ**
(dati medi mensili)



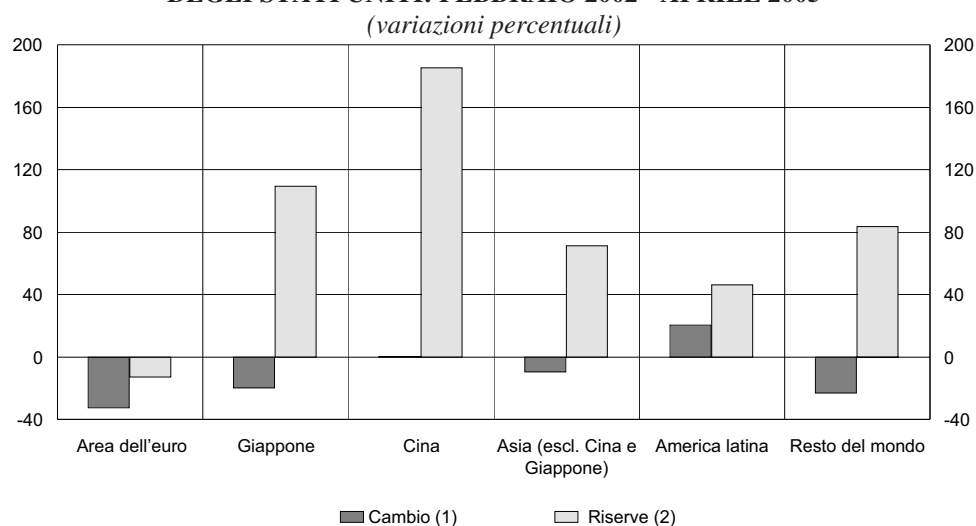
Fonte: Banca d'Italia, BCE e Riserva federale.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2005 si basano solamente sui primi 18 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2003=100, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti; un aumento indica un peggioramento di competitività.

Rispetto alle valute dei principali paesi emergenti dell'Asia il dollaro ha registrato, come in passato, variazioni contenute. Anche nel 2004 le banche centrali di quei paesi hanno contrastato le tendenze all'apprezzamento delle proprie valute acquistando dollari sul mercato dei cambi. La valuta statunitense è rimasta invariata nei confronti delle valute di Cina, Hong Kong e Malesia, paesi che hanno mantenuto politiche di cambio fisso; si è deprezzata lievemente nei confronti di quelle di Singapore, Thailandia e Taiwan e, in misura più consistente, nei confronti del won coreano (14,8 per cento). Le valute di Filippine e Indonesia si sono, invece, indebolite nei confronti della moneta americana. Nei primi mesi del 2005 il dollaro è rimasto sostanzialmente invariato nei confronti di tutte le valute dell'area.

Fig. A14

**VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO NOMINALI DEL DOLLARO
E DELLE RISERVE UFFICIALI DEI PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI
DEGLI STATI UNITI: FEBBRAIO 2002 - APRILE 2005**



Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI, Riserva federale e Thomson Financial Datastream.

(1) Per le ultime tre aree, media dei tassi di cambio del dollaro verso le valute dei paesi dell'area, ponderata sulla base dei flussi di interscambio degli Stati Uniti. Un valore positivo indica apprezzamento del dollaro. - (2) Ultimo dato disponibile, febbraio 2005.

Nel 2004 le riserve valutarie nei paesi dell'Asia, denominate prevalentemente in dollari, sono aumentate, complessivamente, di 510 miliardi di dollari (430 miliardi nel 2003), a 2.280 miliardi; nella sola Cina sono aumentate di 200 miliardi (dopo l'aumento di 120 miliardi nel 2003), a 610 miliardi. Sebbene da marzo dello scorso anno le autorità del Giappone abbiano cessato di intervenire sui mercati dei cambi, nel 2004 le riserve valutarie nipponiche sono aumentate di 170 miliardi di dollari (200 miliardi nel 2003), a 840 miliardi. Le politiche del cambio dei paesi emergenti dell'Asia hanno consentito loro di mantenere negli ultimi anni una elevata competitività internazionale e di contenerne le variazioni nei confronti degli stessi paesi dell'area. Per contro, l'accumulo di riserve rende più difficile il controllo della liquidità interna ed espone i paesi detentori al rischio di perdite consistenti in conto capitale, in caso di apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

I paesi emergenti dell'Asia adottano regimi di cambio diversi; il dollaro rappresenta però, formalmente o informalmente, il riferimento principale nelle politiche di cambio. In Cina, a Hong Kong e in Malesia vige un regime di cambio fisso nei confronti della valuta statunitense; Indonesia, Thailandia e Singapore adottano una politica di fluttuazione "amministrata", secondo la classificazione dei regimi di cambio adottata dall'FMI.

Infine, secondo la stessa classificazione, in due paesi – Filippine e Corea del sud – la fluttuazione è libera. Tuttavia nel triennio 2002-04 quest'ultimo paese è intervenuto con ingenti acquisti sui mercati valutari, raddoppiando lo stock di riserve ufficiali.

Dal punto di vista della strategia di politica monetaria, a Hong Kong e in Malesia il tasso di cambio è l'obiettivo intermedio; gli altri paesi, compresa la Cina, fanno riferimento, talvolta esclusivo, ad aggregati monetari o a un obiettivo d'inflazione. In taluni casi, la compatibilità tra obiettivi esterni e interni è resa possibile da vincoli ai movimenti di capitale.

Negli anni più recenti, il Giappone e l'area dell'euro hanno assunto un ruolo crescente come partner commerciali dei paesi emergenti della regione, acquisendo un peso non dissimile da quello degli Stati Uniti. Ciò potrebbe aver indotto alcuni di essi a tenere in conto, sia pure in misura limitata, l'andamento dello yen e dell'euro nelle politiche di stabilizzazione delle proprie valute.

Questa ipotesi trova una prima conferma in una recente verifica empirica condotta dalla BRI, che ha stimato, per ciascuno dei paesi emergenti della regione, l'elasticità del rispettivo tasso di cambio nei confronti del dollaro rispetto ai tassi di cambio dello yen e dell'euro nei confronti del dollaro. In base a tale metodologia, se una valuta asiatica fosse fissata rigidamente al dollaro essa dovrebbe mostrare una elasticità nulla a variazioni delle altre principali valute nei confronti del dollaro. I risultati delle stime su dati giornalieri relative al periodo 2003-04 evidenziano una elasticità statisticamente significativa nei confronti dello yen, seppure contenuta in valore assoluto (compreso tra 0,15 e 0,33), in particolare per la Corea del sud, l'India, Singapore e la Thailandia; limitatamente al 2004, per le valute di alcuni paesi si osserva un'elasticità statisticamente significativa, sebbene più contenuta (0,1), anche nei confronti dell'euro.

Nel 2004 anche le banche centrali dell'Argentina, del Messico e del Brasile hanno accresciuto, sia pure in misura limitata, le proprie riserve valutarie, fino a 19, 52 e 64 miliardi di dollari, rispettivamente, al fine di limitare la tendenza all'apprezzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro. Il peso argentino e quello messicano sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al dollaro, mentre il real brasiliano si è apprezzato dell'8 per cento. Nei primi mesi del 2005 il real si è ulteriormente apprezzato (8 per cento) nei confronti del dollaro.

In Polonia, nella Repubblica ceca e in Ungheria, i tre maggiori paesi tra i dieci nuovi membri della Unione europea (UE), i tassi di cambio nei confronti dell'euro si sono apprezzati, beneficiando dell'afflusso di ingenti capitali dall'estero; questi sono stati attratti, oltre che dai rendimenti più elevati, dal buon andamento dell'attività produttiva.

In Polonia l'orientamento restrittivo della politica monetaria – che nel 2004 ha indotto un ampliamento del differenziale d'interesse a breve termine con l'euro – ha contribuito a invertire la tendenza al deprezzamento dello zloty, che dall'inizio del 2003 al febbraio del 2004 aveva perso il 18 per cento del suo valore rispetto all'euro: da allora alla fine dello scorso anno lo zloty si è apprezzato di circa il 20 per cento nei confronti dell'euro, stabilizzandosi nei mesi successivi. Nella Repubblica ceca il formarsi, dal maggio

2004, di un differenziale d'interesse a breve termine con l'euro nonché gli elevati afflussi di capitali hanno favorito un rafforzamento del tasso di cambio nei confronti dell'euro di circa il 6 per cento. In Ungheria, nel corso del 2004, il cambio nei confronti dell'euro si è apprezzato del 7 per cento circa. Il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro, pari a oltre dieci punti percentuali all'inizio del 2004, si è successivamente ridotto fino a 7,2 punti nello scorso dicembre; alla metà di maggio era sceso a 5,3 punti.

Dal 28 giugno 2004 Estonia, Lituania e Slovenia sono entrate a far parte degli Accordi europei di cambio II (AEC II); da allora, il tasso di cambio delle rispettive valute non ha subito variazioni significative rispetto alla parità centrale (cfr. *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). Dal 2 maggio scorso hanno aderito agli AEC II anche Cipro, Lettonia e Malta.

I mercati finanziari nei paesi emergenti

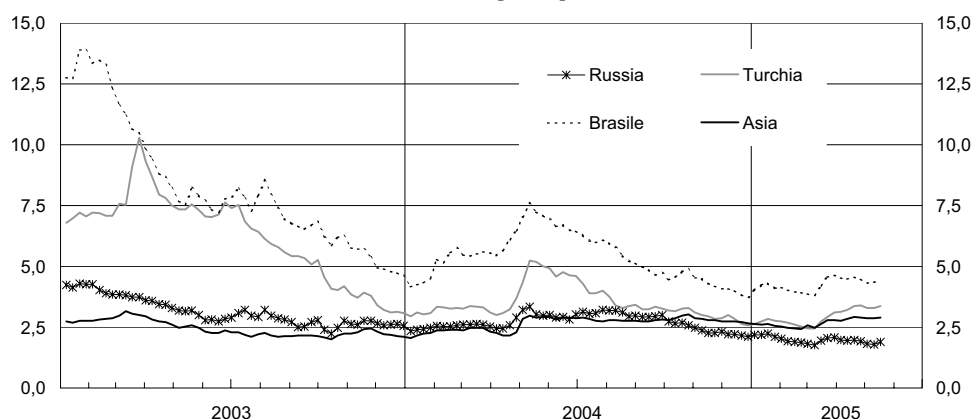
Nel 2004 le condizioni sui mercati finanziari dei principali paesi emergenti si sono mantenute distese. I premi per il rischio, dopo un aumento temporaneo nei primi mesi dell'anno in connessione con le incertezze sull'intensità della svolta della politica monetaria negli Stati Uniti, sono diminuiti fino a livelli storicamente bassi, beneficiando del rafforzamento dell'attività produttiva, del buon andamento delle esportazioni e di politiche economiche generalmente orientate al rigore. Le favorevoli condizioni di accesso ai mercati dei capitali, osservate anche nei paesi con merito di credito più basso, sono anche il risultato della ricerca di rendimenti relativamente elevati da parte di molti investitori, in un contesto di abbondante liquidità internazionale e di tassi d'interesse molto bassi. I premi per il rischio degli altri paesi non hanno risentito dei termini e delle modalità con cui le autorità argentine hanno concluso la ristrutturazione di una quota elevata del loro debito (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*); nell'aprile dell'anno in corso, le aspettative di un inasprimento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti più rapido di quanto precedentemente atteso ha determinato un lieve ampliamento degli spread (fig. A15).

Il basso costo del finanziamento ha spinto numerosi paesi emergenti ad anticipare e a intensificare le emissioni di obbligazioni, anche al fine di ristrutturare il debito e di rafforzare la propria situazione patrimoniale: nel corso del 2004 il valore complessivo delle emissioni lorde, pubbliche e private, per il totale dei paesi emergenti è stato pari a 131,5 miliardi di dollari, un valore superiore di circa un terzo a quello registrato nel 2003 (circa 100 miliardi). Le emissioni lorde di obbligazioni sono aumentate in misura significativa nei paesi emergenti dell'Asia e dell'Europa centrale,

in particolare in Indonesia, India, Thailandia e Ungheria; non si sono discostate di molto dai valori molto elevati dell'anno precedente in Brasile, Messico e Venezuela. Per il complesso dei paesi emergenti, a febbraio scorso erano già state effettuate emissioni di titoli di Stato per un importo pari a circa la metà di quello programmato per l'intero 2005.

Fig. A15

DIFFERENZIALE TRA IL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI A LUNGO TERMINE IN DOLLARI DI ALCUNI PAESI EMERGENTI E I CORRISPONDENTI TITOLI DEL TESORO STATUNITENSE
(dati medi settimanali; punti percentuali) (1)



Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello del 18 maggio 2005.

In Polonia, in Ungheria e nella Repubblica ceca le condizioni finanziarie sono rimaste distese. I differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in valuta locale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, dopo essere lievemente aumentati nei primi nove mesi del 2004, sono successivamente diminuiti: nell'aprile dell'anno in corso essi erano pari a due punti percentuali in Polonia, 3,4 punti in Ungheria, pressoché nulli nella Repubblica ceca.

In Asia il differenziale tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi, che aveva raggiunto il valore storicamente basso di circa due punti percentuali all'inizio del 2004, è aumentato di circa un punto nel primo semestre. Alla metà di maggio del 2005 si collocava a 2,9 punti percentuali.

In Brasile il proseguimento delle politiche macroeconomiche orientate al rigore ha contribuito al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli: nel corso del 2004 il premio per il rischio è sceso di circa un punto percentuale, a 3,7 punti; nei primi mesi dell'anno in corso è leggermente aumentato, fino a 4,4 punti.

In Argentina, nel luglio 2004 il governo aveva chiesto una sospensione temporanea dell'accordo di stand-by con l'FMI, in attesa del raggiungimento di un'intesa con i creditori internazionali per la ristrutturazione del debito in stato di inadempienza. Lo scorso 14 gennaio le autorità argentine hanno avviato un'offerta pubblica di scambio riguardante quel debito, per un controvalore facciale di 81,8 miliardi; l'offerta si è conclusa alla fine di febbraio ed è stata sottoscritta da una quota di creditori titolari del 76,2 per cento del debito. Le condizioni proposte comportano una dilazione dei termini di pagamento e una riduzione del debito, in valore attuale, pari al 75 per cento; la proporzione di tale riduzione è considerevolmente superiore a quelle subite dai creditori in precedenti episodi di ristrutturazione del debito sovrano di paesi emergenti, come ad esempio quello della Russia nel 2000. Lo scorso aprile i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno sollecitato le autorità argentine a raggiungere in tempi rapidi un accordo anche con i creditori che non hanno aderito all'offerta.

In Turchia l'elevato ritmo di crescita dell'economia e il venire meno dell'incertezza circa l'avvio dei negoziati di adesione alla UE hanno contribuito a ridurre dall'inizio del 2004 alla metà di marzo dell'anno in corso il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi di circa 0,6 punti percentuali, a 2,4 punti; successivamente il premio per il rischio è aumentato, ritornando ai livelli dell'inizio del 2004.

Anche in Russia le condizioni sui mercati finanziari sono rimaste distese, nonostante la crisi di liquidità di uno dei principali istituti di credito e le difficoltà della seconda compagnia petrolifera del paese. Nel corso del 2004 e nei primi mesi del 2005 il premio per il rischio è diminuito di 0,7 punti percentuali, a 1,8 punti, livello storicamente basso.

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale

Nel 2004 l'espansione sostenuta del commercio mondiale ha riflesso il rafforzamento dell'attività produttiva e la sua diffusione a tutte le aree del globo. Gli scambi di beni e servizi, valutati a prezzi costanti, hanno accelerato al 9,9 per cento, dal 4,9 nel 2003, circa il doppio del ritmo di incremento del prodotto mondiale (5,1 per cento; tav. aA4); l'elasticità del commercio rispetto all'attività economica, fortemente ridottasi nel triennio precedente, è ritornata sui livelli degli ultimi due decenni.

L'interscambio dei soli beni, aumentato del 10,7 per cento nel 2004 (5,3 nel 2003), è stato sospinto dal rafforzamento del ciclo internazionale degli investimenti e, nella prima metà dell'anno, dall'accelerazione della produzione industriale in tutte le principali economie.

L'espansione della domanda di fonti energetiche e di materie prime per l'industria, soprattutto da parte dei paesi emergenti dell'Asia, ha impresso un notevole impulso alle quotazioni dei prodotti di base, in particolare a quelle petrolifere (cfr. il paragrafo: *I prezzi delle materie di base*).

Una spinta importante al commercio mondiale è venuta ancora dalla forte espansione della domanda negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia.

Negli Stati Uniti gli acquisti di beni e servizi a prezzi costanti hanno accelerato al 9,9 per cento, dal 4,4 nel 2003, continuando a espandersi a un ritmo più elevato di quello delle importazioni dell'insieme dei paesi avanzati (8,5 per cento, da 3,6 nel 2003). In Giappone le importazioni sono cresciute dell'8,9 per cento, riflettendo, come nel 2003, soprattutto l'elevata dinamica della domanda di componenti per beni d'investimento e di prodotti dell'elettronica. In una fase di ripresa ancora debole dell'attività produttiva, il ritmo di sviluppo delle importazioni dell'area dell'euro è salito al 6,5 per cento, dal 2,2 nel 2003. Nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia gli acquisti dall'estero (15,8 per cento, da 9,1 nel 2003) sono stati sospinti dall'elevato ritmo di sviluppo dell'attività produttiva nei settori più esposti alla concorrenza internazionale.

Nell'insieme dei PVS e delle economie emergenti le importazioni di beni hanno accelerato al 16,9 per cento, dal 10,3 nel 2003, un valore persino più elevato di quello conseguito nel 2000 (15,8 per cento). Si stima

che quelle della Cina, che costituiscono il 5,4 per cento del commercio globale, abbiano contribuito per circa 1,5 punti percentuali alla crescita di quest'ultimo.

Le importazioni di beni del complesso dei PVS dell'Asia, aumentate del 21,5 per cento (15,1 nel 2003), sono state sostenute soprattutto da quelle della Cina (29 per cento, da 24,8 nel 2003), che già nel 2003 pesavano per oltre la metà sui flussi complessivi della regione. Il rafforzamento della ripresa economica si è riflesso in un forte aumento, per la prima volta da un triennio, delle importazioni dell'America latina (12,5 per cento) e in un'accelerazione di quelle dei paesi dell'Europa centrale e orientale (16 per cento, da 13,5 nel 2003) e della Russia (23,9 per cento, da 10 nel 2003).

Come nei due anni precedenti, nel 2004 le esportazioni di beni dei paesi dell'Asia sono cresciute a un ritmo superiore a quello registrato nelle altre principali aree; la Cina e le economie asiatiche di recente industrializzazione hanno segnato gli aumenti più elevati, pari al 29,2 e al 19,3 per cento, rispettivamente. Si sono assai accentuati i flussi di commercio all'interno dell'area asiatica. L'elevata competitività dei paesi emergenti dell'Asia nei confronti del resto del mondo, riconducibile anche alle politiche del cambio dirette a mantenere un rapporto stabile con il dollaro, ha sospinto le esportazioni all'esterno della regione. In Giappone le vendite all'estero, dopo i cospicui incrementi nella prima parte del 2004, hanno successivamente rallentato; nell'anno e per il complesso dei beni e servizi sono aumentate del 14,4 per cento (9,1 nel 2003).

Anche nel 2004 il principale impulso all'espansione delle esportazioni del Giappone è provenuto dalla domanda degli altri paesi asiatici, verso cui si dirige quasi la metà delle vendite di beni. Quelle verso la Cina e le economie asiatiche di recente industrializzazione sono aumentate del 21,9 e del 20,4 per cento, rispettivamente.

Nel corso dell'anno le esportazioni nipponiche hanno risentito del rallentamento della domanda internazionale nei comparti dei beni capitali e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, cui è ascrivibile oltre il 40 per cento delle esportazioni complessive di beni.

Le esportazioni di beni e servizi degli Stati Uniti, cresciute dell'8,6 per cento, contro l'1,9 nel 2003, hanno beneficiato del miglioramento della competitività internazionale connesso con il deprezzamento del dollaro nell'ultimo triennio. Quelle di beni dell'America latina, aumentate a un ritmo ancora superiore (10,5 per cento, da 3,3 nel 2003), sono state sospinte dall'espansione della domanda statunitense e asiatica nei settori legati all'estrazione e alla lavorazione delle materie prime.

Il ritmo di sviluppo delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro, pari al 6,3 per cento, ha continuato a risultare inferiore a quello del commercio mondiale, risentendo della perdita di competitività dovuta alla

bassa dinamica della produttività e all'apprezzamento dell'euro. La ripresa rispetto al 2003, quando le esportazioni avevano ristagnato, ha tratto impulso dall'espansione della domanda nel resto del mondo e dalla crescente integrazione con le economie dell'Europa centrale e orientale (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*). In quest'area è ancora aumentato il ritmo di espansione delle esportazioni di beni (16,2 per cento, da 13,7 nel 2003).

Nel 2004 il rincaro delle materie prime ha comportato un netto miglioramento delle ragioni di scambio di quei PVS specializzati nella loro esportazione, particolarmente nel settore energetico. Quelle dei PVS esportatori di petrolio sono migliorate del 19 per cento, molto più che nei due anni precedenti; nei paesi dell'America latina e in quelli africani, forti esportatori soprattutto di materie prime non energetiche, il guadagno è stato del 3,2 e del 4,4 per cento, rispettivamente. Sono invece leggermente peggiorate le ragioni di scambio dei paesi avanzati (-0,4 per cento) e dei PVS asiatici (-0,4 per cento), che in prevalenza esportano manufatti. Il deprezzamento del dollaro ha indotto negli Stati Uniti un deterioramento delle ragioni di scambio più significativo, pari al 2,1 per cento.

La liberalizzazione del commercio nel settore tessile e dell'abbigliamento

All'inizio del 2005 sono mutate le regole multilaterali che disciplinano il commercio internazionale di prodotti tessili e dell'abbigliamento. La rimozione del sistema di contingenti alle importazioni vigente per oltre trent'anni comporterà un notevole accrescimento della concorrenza tra paesi esportatori nei principali mercati dell'emisfero occidentale.

In ottemperanza al Trattato internazionale dell'Uruguay Round (Accordo sui prodotti tessili e dell'abbigliamento, 1994), è stato definitivamente smantellato il sistema di contingenti bilaterali alle importazioni nei paesi industriali introdotto nel 1974 e noto come Accordo Multifibre. I principali partecipanti a questo sistema erano l'Unione europea (UE), gli Stati Uniti e il Canada, le cui importazioni di prodotti tessili e dell'abbigliamento nel 2003 rappresentavano complessivamente circa i due terzi di quelle mondiali. Il regime ha a lungo limitato la crescita delle esportazioni dei paesi emergenti nel comparto; essendo fondato su un esteso sistema di restrizioni quantitative bilaterali, esso ha ostacolato l'espansione delle esportazioni dei produttori più efficienti, penalizzando i consumatori.

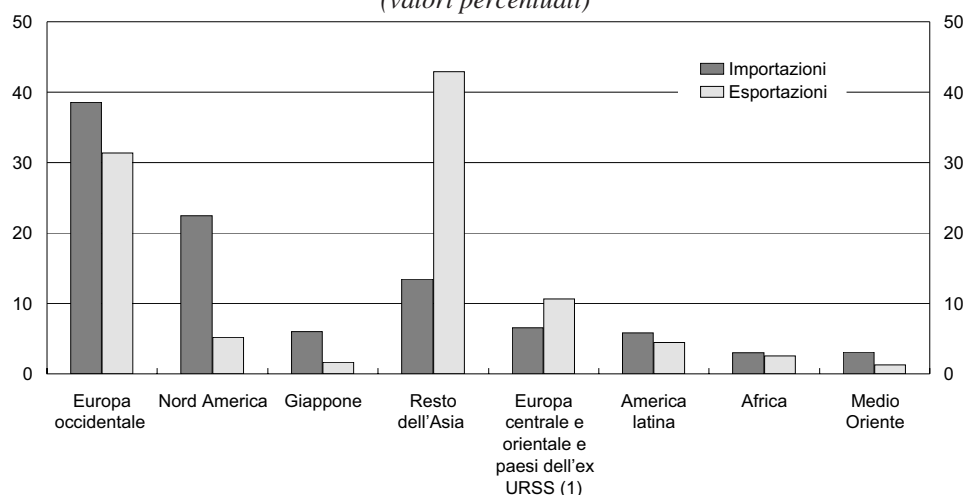
Negli ultimi anni è progressivamente cresciuto il peso nel commercio internazionale delle produzioni tessili e dell'abbigliamento dei PVS, in particolare di quelli localizzati in Asia (fig. A16). Le esportazioni di questi ultimi hanno raggiunto nel 2003 il 43 per cento di quelle mondiali. La quota della Cina, pari al 20 per cento, è più che raddoppiata dal 1990; quella

dell'India, il maggiore produttore asiatico dopo la Cina e la Corea del Sud, è salita dal 2,2 al 3,3 per cento. Il peso dei paesi industriali sulle esportazioni mondiali nel settore è nettamente diminuito nell'ultimo decennio (al 38 per cento nel 2003, dal 45 nel 1995), associandosi a perdite rilevanti di occupazione nell'industria interna. Poiché il settore dell'abbigliamento è caratterizzato da una maggiore intensità di lavoro meno qualificato rispetto a quello tessile, è nel primo settore che i paesi emergenti con costi del lavoro assai più bassi godono del vantaggio comparato più cospicuo.

Fig. A16

**QUOTE DELLE PRINCIPALI AREE SULLE ESPORTAZIONI
E IMPORTAZIONI MONDIALI DI PRODOTTI TESSILI
E DELL'ABBIGLIAMENTO NEL 2003**

(valori percentuali)



Fonte: WTO.
(1) Include la Turchia.

Secondo stime effettuate da ricercatori europei, nella UE i contingenti alle importazioni hanno avuto nel 2001 effetti analoghi a una tassa compresa tra il 25 e il 29 per cento sugli acquisti dalla Cina e tra il 6 e il 20 per cento su quelli dagli altri paesi asiatici emergenti. Dalla metà degli anni novanta, invece, le produzioni provenienti dai paesi dell'Europa centrale e orientale e, successivamente, anche dalla Turchia, dall'Africa e dall'America latina non sono state più sottoposte a contingenti da parte della UE. Nel 2003 quasi la metà degli acquisti all'esterno dell'area proveniva dall'Asia; la quota di importazioni da Turchia (14 per cento), Europa centrale e orientale (19 per cento) e Africa (10 per cento) risultava relativamente elevata, in parte come conseguenza del regime commerciale privilegiato accordato a questi paesi.

La completa liberalizzazione delle importazioni avvenuta nel 2005 potrebbe tradursi in ribassi, anche consistenti, dei prezzi dei prodotti tessili e dell'abbigliamento nei mercati della UE e degli Stati Uniti, un fenomeno già rison-

trato nel 2002 in seguito alla parziale eliminazione dei contingenti. Sebbene sia difficile quantificare l'effetto, secondo un'analisi condotta dal Fondo monetario internazionale (FMI) ne deriverebbe un aumento globale delle esportazioni dei paesi emergenti nel settore dell'ordine del 10 per cento (tav. A5).

Tav. A5

**IMPATTO SULLE ESPORTAZIONI DEI PVS DERIVANTE
DALL'ABOLIZIONE DEI CONTINGENTI ALLE IMPORTAZIONI
DI PRODOTTI TESSILI E DELL'ABBIGLIAMENTO (1)**

Paesi	In miliardi di dollari a prezzi 1997	In percentuale
Paesi in via di sviluppo	19,0	9,6
di cui: Cina.....	24,2	51,2
India	10,3	97,2
Altri paesi dell'Asia meridionale	1,5	12,1
Messico	-3,3	-44,4
America centrale e Caraibi	-4,3	-47,3
America meridionale	-0,2	-7,0
Medio Oriente e Nord Africa	-2,8	-29,9
Africa subsahariana	-0,6	-21,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook* (aprile 2005).

(1) Simulazioni effettuate utilizzando il modello Global Trade Analysis Project con dati del 1997.

Rilevanti sarebbero gli effetti in termini di redistribuzione delle quote di mercato tra i diversi paesi esportatori; ne trarrebbero maggiore beneficio la Cina, l'India e il Pakistan, le cui esportazioni aumenterebbero del 50-100 per cento. I paesi produttori meno efficienti, che fino a ora hanno beneficiato di posizioni di rendita, potrebbero invece venire danneggiati dal processo di liberalizzazione. Perdite particolarmente gravi sarebbero subite dalle economie più povere dell'Asia, dell'Africa e dei Caraibi, che sono molto dipendenti dalle esportazioni di prodotti dell'abbigliamento nel mercato europeo e in quello statunitense. I paesi dell'Europa centrale e orientale specializzati nelle produzioni di prodotti tessili e dell'abbigliamento (Turchia, Bulgaria e Romania, con quote comprese tra il 30 e il 40 per cento delle rispettive esportazioni di manufatti), pur essendo anch'essi esposti alla maggiore concorrenza dei produttori asiatici, continuerebbero ad avvantaggiarsi della vicinanza geografica al mercato europeo.

Negli Stati Uniti e in Europa si sono intensificate le pressioni volte a ottenere interventi temporanei di protezione commerciale nel settore del tessile e dell'abbigliamento, che diano ai produttori nazionali più efficienti ulteriore tempo, rispetto a quello indicato dall'Accordo del 1994, per fronteggiare l'aumento della concorrenza estera. Secondo le clausole transitorie contenute nel trattato di adesione della Cina all'Organizzazione mondiale del commercio (2001), è possibile per i paesi importatori introdurre limitazioni specificamente rivolte a contenere l'aumento degli acquisti da questo paese, purché nel rispetto di determinate procedure e modalità.

I prezzi delle materie di base

Nel 2004 si sono accentuate le spinte al rialzo sui prezzi del petrolio in atto dal maggio dell'anno precedente. Le quotazioni del greggio (media delle tre principali qualità), da un livello di 25,5 dollari al barile nell'aprile 2003, hanno raggiunto i 47 dollari a ottobre 2004, per poi scendere a 39 dollari a dicembre. Nella media dello scorso anno il prezzo del petrolio si è collocato a 37,8 dollari, segnando un incremento del 30 per cento circa rispetto all'anno precedente (contro il 16 per cento nel 2003; tav. aA4).

L'aumento delle quotazioni, superiore all'atteso, è soprattutto da ricondursi all'espansione assai sostenuta della domanda mondiale, risultata anch'essa maggiore del previsto. Nel contesto di perduranti tensioni geopolitiche in Medio Oriente e in altri paesi produttori, la variabilità dei prezzi è stata accentuata dall'ulteriore restringimento dei margini di capacità inutilizzata dei paesi dell'OPEC.

Tav. A6

DOMANDA MONDIALE DI PETROLIO PER AREE GEOGRAFICHE

Paesi e Aree	Livello della domanda (milioni di barili al giorno)			Quota percentuale sull'aumento della domanda mondiale rispetto all'anno precedente		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Nord America	24,1	24,6	25,2	16,7	29,4	21,4
Altri paesi dell'OCSE	24,0	24,3	24,4	..	17,6	3,6
Cina	5,0	5,5	6,4	50,0	29,4	32,1
Altri paesi dell'Asia (1)	7,9	8,1	8,5	33,3	11,8	14,3
Resto del mondo	17,0	17,2	18,0	..	11,8	28,6
Totale	78,0	79,7	82,5	100,0	100,0	100,0

Fonte: International Energy Agency.
(1) Esclude Giappone e Corea del Sud.

Nel 2004 la domanda mondiale di petrolio è cresciuta del 3,5 per cento, il valore più elevato dal 1976, a fronte del 2,3 nel 2003 (tav. A6); all'espansione dei consumi hanno contribuito soprattutto la Cina (per una quota pari al 32,1 per cento), i paesi del Nord America (21,4 per cento) e gli altri paesi emergenti dell'Asia (14,3 per cento). La domanda della Cina, aumentata dell'11 per cento nel 2003 e del 15,6 nel 2004, rappresenta ormai quasi l'8 per cento di quella mondiale. Il peso rilevante del complesso dei paesi non OCSE sulla domanda globale (40 per cento) riflette anche la più elevata intensità energetica delle loro economie rispetto a quelle dei paesi avanzati (cfr. il riquadro: Il mercato del petrolio, in Bollettino Economico, n. 43, 2004).

L'offerta mondiale di petrolio è aumentata di circa il 4 per cento nel 2004. Le scorte di petrolio detenute dal settore privato dei paesi avanzati, pur segnando un recupero nei mesi più recenti, si sono attestate dal 2003 e per gran parte del 2004 su un livello basso nel confronto storico.

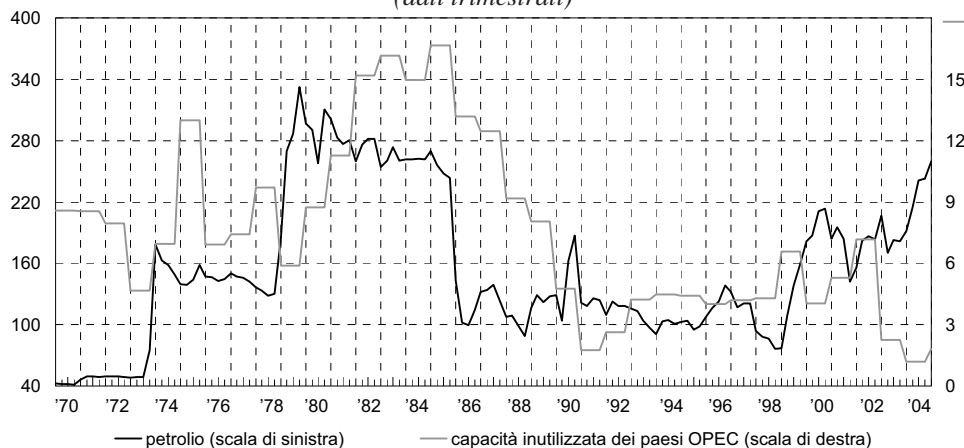
All'espansione dell'offerta nel 2004 ha contribuito per il 70 per cento la produzione dei paesi dell'OPEC, la cui quota sull'offerta mondiale è salita al 40 per cento. Tra gli altri paesi produttori la Russia ha fornito l'apporto maggiore (22 per cento). Poi-

ché l'aumento dell'offerta mondiale ha riguardato in buona parte tipologie di greggio di bassa qualità prodotte nel Golfo, meno adatte alle caratteristiche dei consumi di alcune economie avanzate, fra cui quella statunitense, si è notevolmente ampliato il differenziale di prezzo tra il petrolio di alta qualità, estratto in America e nel Nord Europa (in particolare, qualità WTI e Brent), e quello dei paesi del Golfo (qualità Dubai).

L'aumento della produzione dei paesi dell'OPEC ha comportato una ulteriore riduzione dei margini di capacità produttiva inutilizzata a disposizione per fronteggiare eventuali eventi negativi. Per il complesso dei paesi dell'OPEC, escluso l'Iraq, tali margini sono scesi da 1,8 milioni di barili al giorno nel 2003 a 1,0 nel 2004, pari all'1,2 per cento della domanda mondiale, collocandosi su un valore nettamente inferiore a quello medio dell'ultimo decennio (4,7 per cento della domanda mondiale nel 1994-2003; fig. A17).

Fig. A17

**PREZZO DEL PETROLIO IN TERMINI REALI
E MARGINI DI CAPACITÀ INUTILIZZATA DEI PAESI OPEC (1)**
(dati trimestrali)



Fonte: FMI e OCSE.

(1) Il prezzo reale è espresso come rapporto fra l'indice del prezzo del petrolio e la media ponderata dei deflatori (espressi in dollari) delle esportazioni di beni e servizi dei maggiori paesi industriali; indici: 1995=100. La capacità inutilizzata è espressa in percentuale della domanda mondiale di petrolio.

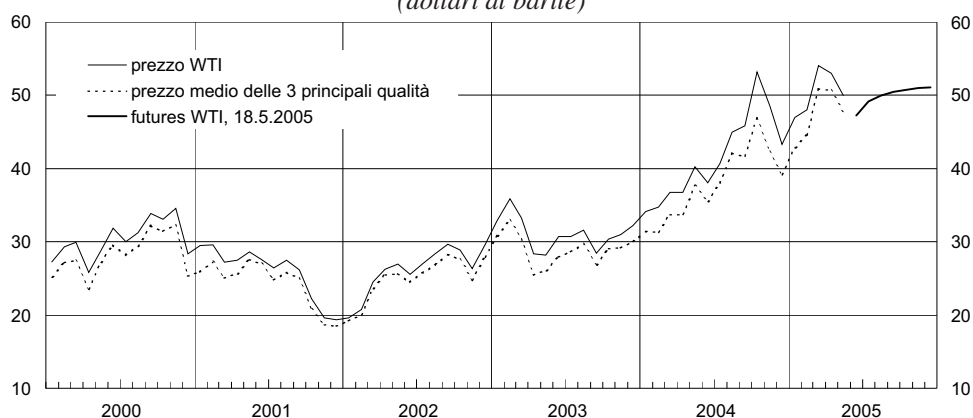
Secondo fonti dell'OPEC, i paesi del cartello hanno avviato piani di investimento che dovrebbero condurre, tra il 2006 e il 2010, ad accrescere la loro capacità estrattiva di 3,5 milioni di barili al giorno (pari al 4,2 per cento della domanda mondiale nel 2004); secondo stime della International Energy Agency e dell'FMI, i produttori non appartenenti all'OPEC dovrebbero ampliare la loro offerta di 0,9 milioni di barili al giorno nel 2005 (1,1 per cento della domanda mondiale nel 2004), un incremento non dissimile da quello realizzato in media nell'ultimo biennio, e di altri 6 milioni di barili nel quinquennio successivo (7 per cento della domanda mondiale nel 2004). Complessivamente tali incrementi sarebbero poco più che sufficienti a compensare l'espansione della domanda mondiale prevista nello stesso periodo (pari al 2 per cento circa all'anno).

Nei primi mesi del 2005 il prezzo del petrolio ha registrato ulteriori incrementi. Dopo aver toccato il 4 aprile scorso il massimo storico di 54,1

dollari al barile, esso si è collocato a 46,3 dollari lo scorso 18 maggio (fig. A18). Le elevate quotazioni hanno indotto i paesi dell'OPEC, il 16 marzo scorso, a decidere di incrementare di 500.000 barili al giorno il livello-obiettivo di produzione, portandolo a 27,5 milioni. Nel primo trimestre del 2005 il prezzo del petrolio, depurato dell'andamento di quelli internazionali dei manufatti espressi in dollari, ha raggiunto un livello prossimo a quello medio del triennio 1983-85, prima del contro shock petrolifero (fig. A17). Rispetto al minimo toccato alla fine del 1998, in un contesto di debolezza del ciclo mondiale, il prezzo del petrolio in termini reali è più che triplicato.

Fig. A18

PETROLIO WTI: QUOTAZIONI A PRONTI E FUTURES (1)
(dollari al barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per maggio 2005, l'ultimo dato disponibile è del giorno 18. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

In base ai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NY-MEX il 18 maggio scorso, le quotazioni aumenterebbero a 51,1 dollari per barile nel dicembre 2005. Pur riducendosi leggermente nel corso del 2006, rimarrebbero su un valore più elevato rispetto alle attuali quotazioni a pronti del WTI (47 dollari).

Per prevedere l'evoluzione del prezzo del petrolio nel breve termine è consuetudine utilizzare il profilo indicato dai prezzi dei futures. Negli ultimi anni questi ultimi hanno sistematicamente sottostimato il prezzo spot alla scadenza, in misura crescente quanto più lontano è l'orizzonte considerato. Tale distorsione, che incorpora un premio per il rischio, è divenuta assai significativa tra il 1996 e il 2004 (circa 4-5 dollari sull'orizzonte dei dodici mesi), riflettendo una più efficiente gestione delle scorte.

Una recente analisi econometrica ha mostrato che la capacità previsiva dei prezzi dei futures (contratti relativi alla qualità WTI) può essere migliorata facendo ricorso a informazioni desumibili da indicatori del ciclo economico statunitense. L'entità del miglioramento può essere valutata confrontando le previsioni a dodici mesi desunte nel settembre 2003 dalle quotazioni dei futures con quelle ottenute utilizzando anche gli indi-

catori ciclici. A fronte di un prezzo spot di circa 30 dollari al barile, i futures prevedevano una riduzione a circa 26 dollari nel settembre 2004, mentre la previsione “aggiustata” indicava un incremento a 38 dollari; il prezzo spot effettivamente realizzato in quel mese è stato pari a circa 45 dollari.

Le quotazioni delle altre materie di base, in ripresa dal 2003, si sono ulteriormente rafforzate nel 2004. Quelle dei metalli, più reattive all’andamento del ciclo economico internazionale, sono aumentate del 36,4 per cento nel 2004 (11,9 nel 2003), a fronte di un aumento dei prezzi dei manufatti dell’8,8 per cento. La crescita delle quotazioni dei beni alimentari e degli altri prodotti agricoli, pari al 14,5 e al 5,5 per cento, rispettivamente, è stata più contenuta per effetto della riduzione dei prezzi avvenuta nell’ultimo scorcio del 2004, in seguito all’andamento favorevole dei raccolti.

Le bilance dei pagamenti

Nel 2004 gli squilibri internazionali nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono ulteriormente ampliati (tav. A7). Il disavanzo degli Stati Uniti è aumentato a 666 miliardi di dollari, da 531 nel 2003, raggiungendo il 5,7 per cento del prodotto (4,8 nel 2003). L’avanzo del complesso delle economie asiatiche è salito a 365 miliardi (307 nel 2003), pari al 4 per cento del prodotto, riflettendo principalmente gli accresciuti surplus del Giappone (da 136 a 172 miliardi) e della Cina (da 46 a 70 miliardi). Sono anche nettamente aumentati gli avanzi dei PVS esportatori di petrolio e della Russia, a 123 e 60 miliardi, rispettivamente (68 e 35 nel 2003); l’ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio di questi paesi si è finora solo parzialmente riflesso in un aumento delle loro importazioni.

L’America latina ha mantenuto il sostanziale equilibrio nei conti con l’estero conseguito nel 2003. Ha invece continuato a peggiorare il disavanzo dei paesi dell’Europa centrale e orientale, salito a 51 miliardi di dollari, pari al 5 per cento del PIL, anche in seguito al progressivo aumento degli esborsi netti per redditi da capitale.

All’ampliamento dell’avanzo corrente dei paesi asiatici, che ammonta a oltre la metà del disavanzo statunitense, ha contribuito nell’ultimo triennio il miglioramento della loro competitività internazionale, favorita da politiche del cambio dirette a mantenere un rapporto stabile con il dollaro. Sul consolidamento della posizione di attivo strutturale della regione hanno concorso, dalla fine dello scorso decennio, importanti modifiche nella domanda di imprese e famiglie.

**SALDO DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI
DEI PRINCIPALI PAESI O AREE**

Paesi e Aree	Miliardi di dollari				In percentuale del PIL			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Paesi avanzati								
Stati Uniti	-385,7	-473,9	-530,7	-665,9	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7
Giappone	87,8	112,8	136,4	172,1	2,1	2,8	3,2	3,7
Area dell'euro	-3,4	62,6	24,1	56,8	-0,1	0,9	0,3	0,6
Economie asiatiche di recente industrializzazione (NIEs) (1) di cui: <i>Corea del Sud</i>	50,6 8,0	59,3 5,4	84,5 12,1	89,6 26,8	5,0 1,7	5,5 1,0	7,4 2,0	7,1 3,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo								
America latina	-53,9	-16,4	6,6	15,9	-2,8	-1,0	0,4	0,8
di cui: <i>Argentina</i>	-3,9	8,6	7,4	3,1	-1,4	8,5	5,8	2,0
<i>Brasile</i>	-23,2	-7,6	4,2	11,7	-4,6	-1,7	0,8	1,9
<i>Messico</i>	-18,2	-13,7	-8,6	-8,7	-2,9	-2,1	-1,3	-1,3
<i>Venezuela</i>	2,0	7,6	11,4	14,5	1,6	8,2	13,6	13,5
Asia	40,8	72,2	85,8	103,3	1,8	2,9	3,1	3,3
di cui: ASEAN-4 (2)	21,7	27,2	31,9	34,1	5,0	5,5	5,7	5,5
<i>Cina</i>	17,4	35,4	45,9	70,0	1,5	2,8	3,2	4,2
<i>India</i>	1,4	7,1	6,9	2,1	0,3	1,4	1,2	0,3
Medio Oriente	39,1	29,4	59,3	112,5	6,1	4,6	8,3	13,7
Europa centrale e orientale (3)	-16,6	-24,5	-37,0	-50,6	-2,7	-3,6	-4,4	-5,0
Russia	33,4	30,9	35,4	59,6	10,9	9,0	8,2	10,2
<i>Per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di petrolio	45,0	33,4	67,6	122,5	6,4	4,9	8,8	13,2
Giappone, NIEs e PVS asiatici	179,2	244,3	306,7	365,0	2,4	3,2	3,7	4,0

Fonte: FMI, BCE e statistiche nazionali.

(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (2) Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia. – (3) Include Malta e Turchia.

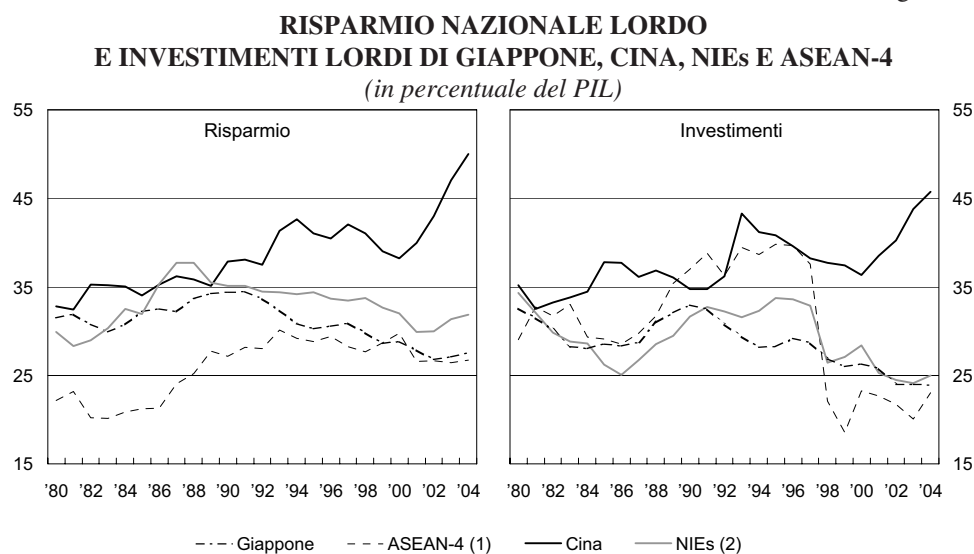
Elementi utili per valutare le determinanti dell'avanzo dei paesi dell'Asia si possono desumere dall'andamento del risparmio e degli investimenti rapportati al prodotto (fig. A19).

In Giappone, a fronte di un tendenziale calo del risparmio nazionale, il progressivo aumento dell'avanzo esterno, dall'1,4 per cento del prodotto nel 1990 al 3,7 nel 2004, è derivato dal ristagno dell'attività di investimento, scesa nello stesso periodo dal 32,9 al 23,9 per cento del prodotto.

Nelle economie asiatiche colpite dalla crisi del 1997, la brusca contrazione degli investimenti dette luogo nell'anno successivo alla formazione di un avanzo corrente, che è andato aumentando progressivamente. Nelle economie asiatiche di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) e nei paesi dell'ASEAN-4 (Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia) la quota degli investimenti sul prodotto, da valori del 35-40 per cento negli anni precedenti la crisi, è scesa successivamente sotto il 25 per cento e non ha ancora mostrato segni di recupero.

In Cina, dove l'attività di investimento si è invece rafforzata dall'inizio degli anni novanta, fino a raggiungere il 45 per cento del prodotto nel 2004, l'aumento dell'avanzo corrente è da ricondurre alla crescita ancora maggiore del saggio di risparmio, salito al 50 per cento nel 2004.

Fig. A19



Fonte: FMI.

(1) Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia. – (2) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan.

L'evoluzione del disavanzo corrente degli Stati Uniti ha continuato a riflettere nel 2004 quella dell'interscambio di beni, il cui saldo negativo è salito a 665 miliardi di dollari, da 548 nel 2003. Circa il 40 per cento di questo peggioramento è dovuto al rincaro delle importazioni di energia, salite da 133 a 180 miliardi.

In presenza di un valore delle importazioni superiore a quello delle esportazioni del 70 per cento, la più rapida crescita della domanda interna degli Stati Uniti (4,8 per cento) rispetto a quella dei principali mercati di sbocco (4,2 per cento) ha continuato a costituire il principale fattore dell'ampliamento dello squilibrio. A fronte di una crescita delle esportazioni, valutate a prezzi costanti, dell'8,8 per cento, quella delle importazioni è stata del 10,8 per cento, anche per effetto di una elasticità rispetto alla domanda più elevata di quella che caratterizza gli altri principali paesi.

Il deprezzamento del dollaro ha influito sulle esportazioni degli Stati Uniti, aumentate in valore del 13,2 per cento, sia sostenendone le quantità sia consentendo aumenti dei prezzi in dollari dei beni venduti all'estero. L'incremento del valore in dollari delle importazioni è stato contenuto dalla ridotta elasticità dei prezzi all'importazione alle variazioni del tasso di cambio (*exchange rate pass-through*).

Secondo stime econometriche basate sui soli beni manufatti, i cui prezzi sono in media più reattivi al tasso di cambio, l'entità dell'exchange rate pass-through, che riflette le scelte di prezzo delle imprese estere esportatrici, varia con la struttura di mercato prevalente nel paese importatore. In un mercato, come quello statunitense, dove vi sono condizioni di elevata concorrenza, gli esportatori stranieri tendono ad assorbire, attraverso una riduzione

dei propri margini unitari di profitto, circa la metà del deprezzamento del dollaro, al fine di contenere la perdita di competitività e, conseguentemente, di quote di mercato.

Nel 2004 il disavanzo degli Stati Uniti ha continuato a essere finanziato soprattutto da afflussi netti di capitali privati, aumentati a 1.078 miliardi, da 581 nel 2003 (tav. A8). È proseguita anche l'espansione degli afflussi facenti capo ad autorità ufficiali estere; questi, da 28 miliardi nel 2001, sono progressivamente aumentati nello scorso triennio, fino a 355 miliardi nel 2004 (249 nel 2003), riflettendo l'accumulo di riserve valutarie soprattutto da parte delle banche centrali dei maggiori paesi asiatici (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Come nel 2003, gli afflussi finanziari dall'estero sono consistiti principalmente in investimenti in obbligazioni sia pubbliche (483 miliardi) sia di emittenti privati (254 miliardi).

Tav. A8

STATI UNITI: CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI (1)
(miliardi di dollari)

Voci		2001	2002	2003	2004
Totale	saldo	416,1	570,2	545,8	615,5
	afflussi	782,9	768,2	829,2	1433,2
	deflussi (-)	-366,8	-198,0	-283,4	-817,7
Investimenti diretti	saldo	24,7	-62,4	-133,9	-133,0
	afflussi	167,0	72,4	39,9	115,5
	deflussi (-)	-142,3	-134,8	-173,8	-248,5
Investimenti di portafoglio	saldo	343,7	443,8	472,2	703,5
	afflussi	428,3	427,9	544,5	794,4
	deflussi (-)	-84,6	15,9	-72,3	-90,8
di cui: azioni	saldo	12,3	36,6	-63,5	-35,4
	afflussi	121,5	54,2	36,9	57,6
	deflussi (-)	-109,1	-17,6	-100,4	-93,0
titoli di debito	saldo	331,4	407,2	535,7	739,0
	afflussi	306,9	373,7	507,6	736,8
	deflussi (-)	24,5	33,5	28,1	2,2
Altri investimenti	saldo	52,6	192,6	206,0	42,1
	afflussi	187,5	268,0	244,8	523,3
	deflussi (-)	-134,9	-75,4	-38,8	-481,1
Variazioni delle riserve	saldo	-4,9	-3,7	1,5	2,8
	afflussi	-	-	-	-
	deflussi (-)	-4,9	-3,7	1,5	2,8
<i>Per memoria:</i>					
Afflussi di capitali da investitori privati		754,8	654,3	580,6	1077,9
Afflussi di capitali da autorità ufficiali straniere		28,1	114,0	248,6	355,3
di cui: Asia		20,8	92,9	228,1	280,3
Saldo del conto corrente e conto capitale		-386,8	-475,2	-533,7	-667,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis e FMI.

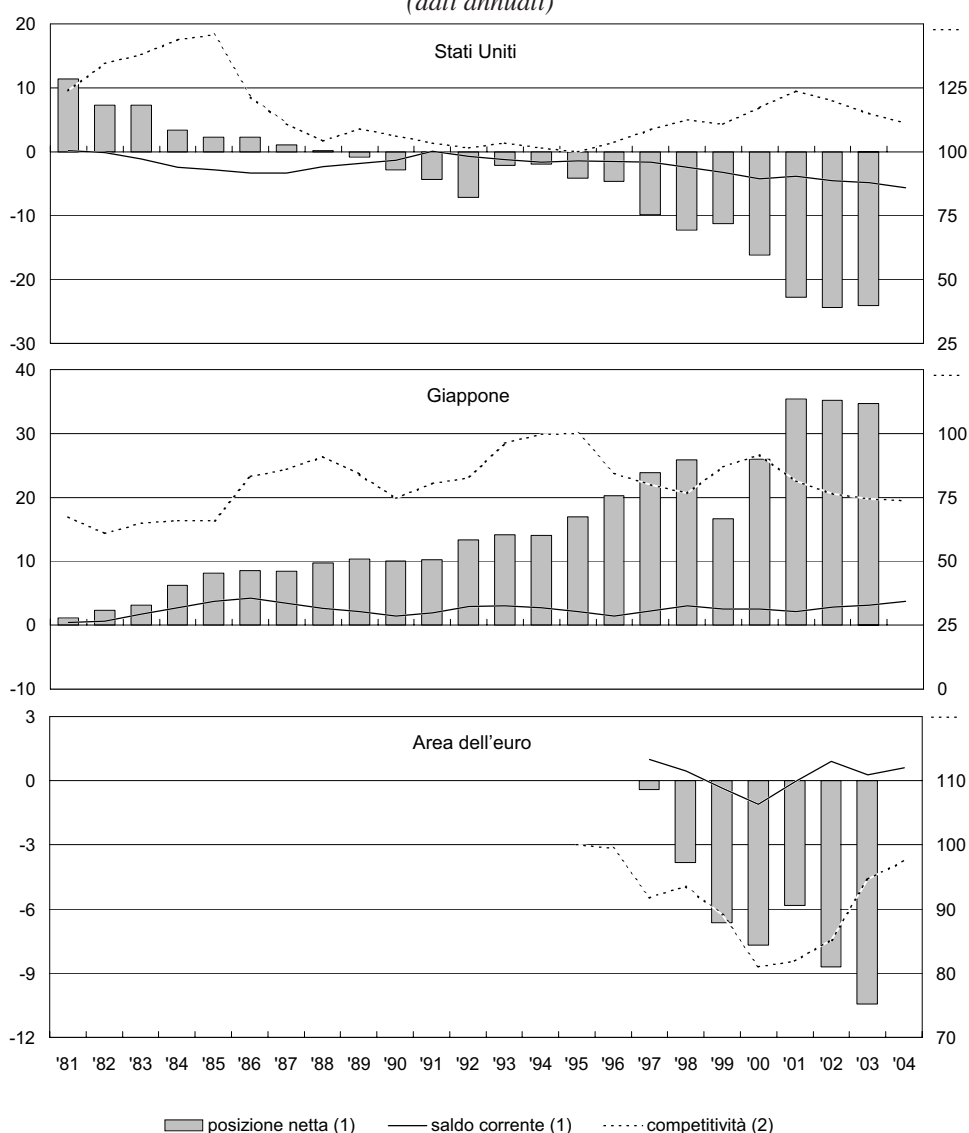
(1) Gli afflussi e i deflussi sono al netto dei disinvestimenti.

Nel 2004 si è registrato un deciso incremento dei deflussi di capitale dagli Stati Uniti: 818 miliardi contro un valore medio annuo di 283 nel triennio precedente. Oltre all'aumento di quelli per investimenti diretti all'estero (249 miliardi, da 174 nel 2003), si sono registrati ampi deflussi nel comparto degli "altri investimenti" (481 miliardi, da 39 nel 2003), in larga parte riconducibili a transazioni interbancarie, in taluni casi connesse alla ripresa internazionale dei prestiti sindacati e dell'attività di fusione.

La posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti, dal 22,8 per cento del PIL alla fine del 2001, è salita al 24,1 nel 2003 e dovrebbe essere rimasta pressoché invariata nel 2004 (fig. A20). Nell'ultimo triennio l'effetto sul debito estero statunitense determinato dai disavanzi del conto corrente è stato in larga parte compensato da quello derivante dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e passività finanziarie internazionali.

Fig. A20

SALDO DEL CONTO CORRENTE, POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO E COMPETITIVITÀ DI STATI UNITI, GIAPPONE E AREA DELL'EURO
(dati annuali)



Fonte: BCE, statistiche nazionali ed elaborazioni su dati FMI e OCSE.
(1) In percentuale del PIL. Scala di sinistra. - (2) Tasso di cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione; indice: 1993=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un peggioramento della competitività. Scala di destra.

Nel 2002 e nel 2003 gli effetti sulla posizione netta sull'estero dovuti alle variazioni dei tassi di cambio sono divenuti nel complesso favorevoli, contrariamente a quanto avvenuto nel biennio precedente (tav. A9); gli effetti connessi con l'andamento dei prezzi dei titoli, in particolare azionari, sono stati sostanzialmente neutrali, riflettendosi in misura analoga sulle attività e sulle passività.

Nel 2002, a causa del protrarsi di una generalizzata debolezza dei mercati azionari, si è ridotto il valore sia delle attività detenute all'estero dai residenti, sia di quelle detenute negli Stati Uniti dai non residenti. Poiché il deprezzamento del cambio ha esercitato un effetto di sostegno molto più forte sul controvalore in dollari delle prime, che sono prevalentemente denominate in altre valute, la diminuzione delle seconde è risultata superiore (834 miliardi, a fronte di 597 miliardi), comportando un effetto complessivo di valutazione positivo per 237 miliardi, pari al 50 per cento del disavanzo corrente nello stesso anno.

Tav. A9

**STATI UNITI: AGGIUSTAMENTO DELLA POSIZIONE NETTA
SULL'ESTERO PER GLI EFFETTI DI VALUTAZIONE
DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE INTERNAZIONALI**
(miliardi di dollari)

Voci	2000		2001		2002		2003	
	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio
Attività finanziarie detenute all'estero da residenti negli Stati Uniti (a)	-597	-265	-859	-164	-597	265	967	469
Attività finanziarie detenute negli Stati Uniti da non residenti (b)	-379	-31	-515	-18	-834	35	519	71
Totale (a - b)	-219	-234	-344	-146	237	230	448	398
<i>Per memoria:</i>								
Saldo del conto corrente	-413,5		-385,7		-473,9		-530,7	

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
(1) Include, oltre agli aggiustamenti dovuti alle variazioni dei prezzi e dei tassi di cambio, quelli per guadagni in conto capitale, perdite di bilancio delle consociate estere, variazioni nella copertura dei dati e altri aggiustamenti statistici.

Nel 2003, con la ripresa internazionale dei corsi azionari, si sono rivalutate sia le attività detenute all'estero dai residenti sia quelle detenute negli Stati Uniti dai non residenti; poiché il controvalore in dollari delle prime è stato ulteriormente sospinto verso l'alto dal deprezzamento del dollaro, l'effetto di rivalutazione delle attività è risultato molto superiore a quello delle passività (967 miliardi, a fronte di 519 miliardi), determinando un effetto complessivo ancora positivo e pari a 448 miliardi (84 per cento del disavanzo corrente nel 2003).

Nel 2001 il calo dei prezzi azionari aveva comportato nel complesso un effetto negativo di valutazione pari a circa 200 miliardi (circa il 50 per cento del disavanzo corrente), cui se ne era aggiunto uno di 146 miliardi (40 per cento del disavanzo corrente) dovuto all'apprezzamento del cambio. Nel 2000, l'effetto negativo di valutazione era stato di 219 miliardi, complessivamente (53 per cento del disavanzo corrente); quello dovuto all'apprezzamento del dollaro era stato di 234 miliardi.

I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti

Nel 2004 gli afflussi netti di capitali privati nei paesi emergenti si sono nettamente rafforzati, a 197 miliardi di dollari da 150 nel 2003, tornando su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi asiatica (tav. A10). Ne hanno continuato a beneficiare soprattutto i paesi dell'Asia (130 miliardi, da 56 nel 2003) e quelli dell'Europa centrale e orientale (61 miliardi, da 52 nel 2003).

Come nel 2003, i finanziamenti netti costituiti da capitali ufficiali sono risultati negativi, per 58 miliardi, in seguito alla decisione di alcuni paesi emergenti di rimborsare anticipatamente il debito nei confronti dell'FMI e della Banca Mondiale (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*).

A fronte dell'ampliamento del surplus di parte corrente e dei cospicui finanziamenti dall'estero si è intensificato l'accumulo di riserve valutarie da parte delle autorità monetarie dei paesi emergenti, salito a 519 miliardi di dollari (369 nel 2003). Esso ha riguardato per due terzi i paesi dell'Asia (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*) e, per la restante parte, i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e la Russia.

Gli investimenti diretti sono considerevolmente aumentati (186 miliardi netti, da 152 nel 2003), riflettendo la forte espansione dei profitti nei paesi industriali e il rafforzamento delle condizioni economiche di fondo in quelli emergenti.

Gli afflussi netti per investimenti diretti nei paesi asiatici, aumentati da 71 a 87 miliardi, si sono indirizzati per larga parte in Cina (da 47 a 56 miliardi), che nel 2004 è stato il secondo mercato di destinazione dopo gli Stati Uniti. Alla fine del 2002 oltre la metà delle consistenze di investimenti diretti nei paesi emergenti dell'Asia interessava il settore manifatturiero.

Gli investimenti di portafoglio, che dal 2001 registravano deflussi netti, sono tornati positivi, per 29 miliardi. L'abbondante liquidità internazionale e i bassi rendimenti nei paesi avanzati hanno stimolato gli afflussi sia nel comparto azionario sia in quello obbligazionario (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nei paesi dell'America latina gli afflussi netti di capitali privati sono rimasti su valori contenuti (13 miliardi), sostanzialmente invariati rispetto al 2003. A fronte di una ripresa degli investimenti diretti (da 35 a 45 miliardi), si sono registrati più intensi deflussi netti per investimenti di portafoglio e nel comparto degli "altri investimenti".

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale l'aumento dei finanziamenti privati ha riflesso soprattutto quello degli investimenti di portafoglio (da 7 a 25 miliardi), il cui ammontare ha superato quello degli investimenti diret-

FLUSSI NETTI DI CAPITALE VERSO I PAESI EMERGENTI (1)
(miliardi di dollari)

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TOTALE PAESI EMERGENTI (2)								
Capitali privati.....	198,4	84,8	89,1	60,8	60,9	75,8	149,5	196,6
Investimenti diretti	147,2	159,8	173,3	174,3	184,7	144,4	151,9	186,4
Investimenti di portafoglio..	60,4	42,5	69,1	20,5	-86,9	-90,0	-9,9	28,8
Altri investimenti	-9,2	-117,6	-153,3	-134,0	-36,9	21,4	7,5	-18,6
Capitali ufficiali	27,7	53,5	18,2	-42,7	1,8	8,5	-58,1	-58,0
Asia (2)								
Capitali privati	36,5	-49,9	11,8	-2,0	10,7	23,9	56,1	130,1
Investimenti diretti	55,7	56,6	67,1	67,1	54,8	52,5	70,6	87,0
Investimenti di portafoglio..	6,8	8,7	55,8	20,0	-57,6	-62,0	2,5	25,8
Altri investimenti	-26,0	-115,2	-111,1	-89,2	13,5	33,3	-17,0	17,3
Capitali ufficiali	22,7	15,4	-0,2	1,0	-6,6	-0,2	-14,4	7,0
America latina								
Capitali privati	99,6	70,8	38,7	40,5	27,8	3,3	15,2	12,7
Investimenti diretti	57,7	62,0	65,9	69,3	71,3	43,8	34,7	45,4
Investimenti di portafoglio..	29,9	25,5	1,0	1,3	-10,0	-15,5	-10,1	-14,2
Altri investimenti	12,0	-16,7	-28,2	-30,1	-33,6	-25,0	-9,5	-18,5
Capitali ufficiali	5,4	16,9	5,5	-7,4	26,4	19,8	8,7	-7,3
Africa								
Capitali privati	14,3	10,8	11,5	-1,7	7,6	6,9	12,3	11,4
Investimenti diretti	7,9	6,6	9,0	8,0	23,0	14,8	14,6	15,4
Investimenti di portafoglio..	7,4	4,3	9,1	-1,8	-7,7	-0,9	0,4	3,9
Altri investimenti	-1,1	-0,1	-6,6	-7,9	-7,7	-7,0	-2,8	-8,0
Capitali ufficiali	-4,5	2,9	1,1	-0,2	-2,6	3,8	2,8	-0,5
Medio Oriente (3)								
Capitali privati	7,9	19,1	-3,1	-2,2	4,5	-4,0	-2,4	-21,0
Investimenti diretti	8,3	10,1	4,5	3,5	6,8	4,2	11,6	8,8
Investimenti di portafoglio..	-6,8	-2,3	0,7	3,9	-2,9	-4,9	-5,1	-10,5
Altri investimenti	6,4	11,3	-8,3	-9,6	0,5	-3,3	-9,0	-19,3
Capitali ufficiali	-1,1	7,9	14,3	-33,3	-16,4	-5,5	-44,6	-49,2
Paesi dell'Europa centrale e orientale (4)								
Capitali privati	20,2	27,2	36,7	39,1	12,2	55,3	52,0	60,6
Investimenti diretti	11,6	19,2	22,6	23,9	24,2	25,1	15,1	22,1
Investimenti di portafoglio..	5,4	-1,4	5,7	3,1	0,5	1,4	7,1	24,9
Altri investimenti	3,2	9,4	8,4	12,2	-12,4	28,7	29,8	13,6
Capitali ufficiali	-3,3	0,3	-2,6	1,5	5,5	-7,6	-5,5	-6,9
Paesi dell'ex URSS (5)								
Capitali privati	19,9	6,7	-6,4	-13,0	-1,8	-9,5	16,4	2,9
Investimenti diretti	5,9	5,3	4,2	2,4	4,6	3,9	5,3	7,7
Investimenti di portafoglio..	17,6	7,7	-3,1	-6,1	-9,2	-8,2	-4,8	-1,1
Altri investimenti	-3,7	-6,3	-7,5	-9,4	2,8	-5,3	15,9	-3,7
Capitali ufficiali	8,6	10,0	0,1	-4,3	-4,5	-1,7	-5,2	-1,0
<i>Per memoria:</i>								
Variazione delle riserve (6)								
Totale paesi emergenti	-105,2	-37,4	-93,5	-121,9	-115,1	-194,4	-369,3	-518,9
di cui: Asia	-36,0	-52,9	-87,5	-61,2	-89,6	-158,4	-235,7	-344,3

Fonte: FMI.

(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area. Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività; possono includere movimenti ufficiali. Eventuali discrepanze nelle ultime cifre sono dovute ad arrotondamenti. – (2) Include le NIEs (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan). – (3) Include Israele. – (4) Include Malta e Turchia. – (5) Include la Mongolia. – (6) Un valore negativo indica un incremento di riserve.

ti, aumentati da 15 a 22 miliardi. L'incremento maggiore ha interessato gli acquisti di obbligazioni nei dieci paesi nuovi membri della UE, che hanno tratto impulso, oltretutto da tassi di interesse relativamente elevati, anche dal rafforzamento dell'assetto istituzionale e giuridico e dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale in vista dell'adesione alla UE. Nei paesi dell'ex Unione Sovietica gli afflussi complessivi sono risultati pressoché nulli.

Nel corso degli ultimi anni i trasferimenti di fondi verso le economie emergenti da parte degli emigrati all'estero hanno assunto rilevanza crescente, divenendo la seconda fonte di finanziamento esterno dopo gli investimenti diretti (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*).

I trasferimenti degli emigrati confluiscono per larga parte in America latina e nelle economie in via di sviluppo dell'Asia. In termini assoluti, i paesi che tra il 1990 e il 2003 hanno ricevuto gli afflussi più intensi sono stati l'India, il Messico e le Filippine; rapportati al prodotto, tali afflussi risultano invece particolarmente elevati nei paesi più piccoli e più poveri.

Le rimesse dei lavoratori emigrati si caratterizzano per una bassa variabilità, sia in media sia in occasione di crisi di bilancia dei pagamenti, e per una sostanziale aciclicità, persino rispetto agli investimenti diretti, la componente più stabile dei flussi di capitale (tav. A11). Queste caratteristiche, insieme al fatto che le rimesse rappresentano flussi di valuta pregiata, conferiscono potenzialmente a questa componente un ruolo di stabilizzazione della dinamica del conto corrente delle economie emergenti.

Tav. A11

VARIABILITÀ E CICLICITÀ DELLE RIMESSE DEI LAVORATORI EMIGRATI E DEGLI AFFLUSSI NETTI DI INVESTIMENTI DIRETTI

Indicatori	Rimesse dei lavoratori emigrati (crediti)	Afflussi netti di investimenti diretti
Variabilità (1)	0,65	2,08
Correlazione con il ciclo (2)	0,03	0,12
Livello mediano in percentuale del PIL (3)		
nell'anno precedente a un <i>current account reversal</i>	1,4	1,4
nell'anno del <i>current account reversal</i>	1,4	1,1
nell'anno successivo a un <i>current account reversal</i>	1,7	0,9
Livello medio in percentuale del PIL (3)		
nell'anno precedente a un <i>current account reversal</i>	3,1	2,4
nell'anno del <i>current account reversal</i>	3,5	1,6
nell'anno successivo a un <i>current account reversal</i>	3,3	1,4

Fonte: elaborazioni su dati FMI relativi a un campione di circa 100 paesi emergenti per gli anni 1976-2003.

(1) Media semplice del rapporto tra la deviazione standard e la media dei dati annuali per paese. – (2) Coefficiente di correlazione con il tasso di crescita del PIL pro capite del paese ricevente. – (3) Un *current account reversal* è definito come una riduzione di un disavanzo del conto corrente di almeno 5 punti percentuali del PIL e di almeno il 50 per cento in un anno.

I risultati di una ricerca empirica condotta su un ampio campione di paesi emergenti mostrano che un elevato livello delle rimesse degli emigrati contribuisce a ridurre la probabilità di una correzione drastica di un disavanzo di conto corrente (current account reversal). In particolare, il legame positivo tra una riduzione delle riserve valutarie o un aumento del debito estero, da un lato, e la probabilità di un current account reversal, dall'altro, risulta più debole in presenza di elevati flussi di rimesse in entrata. L'evidenza econometrica indica anche l'esistenza di un effetto di soglia, per cui il ruolo stabilizzatore delle rimesse appare particolarmente significativo quando esse superano il 4 per cento del PIL. Questi risultati suggeriscono l'opportunità di incentivare le rimesse, intensificando, a livello internazionale, gli sforzi finalizzati a ridurre i costi e i rischi associati ai trasferimenti di fondi da parte degli emigrati nei paesi di origine.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

L'assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale

Nel 2004 il Fondo monetario internazionale ha approvato dodici programmi di assistenza finanziaria, per 1,3 miliardi di DSP (2,1 miliardi di dollari), poco più di un decimo dell'ammontare del 2003. I principali beneficiari sono stati il Perù e la Romania; la parte rimanente è stata in prevalenza erogata a paesi a basso reddito. Nei primi tre mesi del 2005 sono stati approvati ulteriori quattro programmi per un importo di 0,5 miliardi di DSP. Tutti i finanziamenti si sono generalmente mantenuti entro i normali limiti di accesso alle risorse dell'FMI (pari al 100 e al 300 per cento della quota di partecipazione su base, rispettivamente, annua e cumulata).

Lo stock di crediti dell'FMI si è ridotto notevolmente, a causa degli ingenti rimborsi netti effettuati dalla Russia (2,6 miliardi di DSP), dal Brasile (1,9 miliardi), dalla Turchia (1,6 miliardi) e dall'Argentina (1,6 miliardi). Alla fine di marzo 2005 tale stock era pari a 50,3 miliardi di DSP (78,2 miliardi di dollari), 14,7 miliardi in meno rispetto alla fine del 2003. Questo ha contribuito all'aumento della capacità di erogare nuovi crediti entro i prossimi 12 mesi (*forward commitment capacity*), passata da 54,2 a 93,8 miliardi di DSP grazie anche alla fine del programma con il Brasile e all'inclusione del rublo tra le valute utilizzabili nelle operazioni di finanziamento, decisa nel marzo 2005 dopo il rimborso anticipato dei residui debiti verso l'FMI da parte della Russia.

La concentrazione geografica dei crediti dell'FMI è salita ulteriormente, raggiungendo i livelli più elevati degli ultimi venticinque anni. Alla fine di marzo 2005, i primi cinque paesi prenditori (nell'ordine: Brasile, Turchia, Argentina, Indonesia e Uruguay) rappresentavano l'88,5 per cento dei crediti in essere. Il fenomeno riflette il prolungato ricorso ai prestiti del Fondo da parte di alcuni paesi membri; in prospettiva, esso costituisce il maggior fattore di rischio patrimoniale e reddituale per l'FMI. Dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci è venuta la sollecitazione a rafforzare la posizione finanziaria del Fondo, in particolare con il rispetto più puntuale delle misure correttive richieste ai paesi prenditori e l'introduzione di nuovi incentivi finanziari per stimolare il tempestivo rimborso dei prestiti e ridurre l'incidenza del rinnovo dei programmi dell'FMI. Inoltre, l'Independent Evaluation Office dello stesso FMI ha proposto di formulare esplicite "strategie di uscita" dalla tutela finanziaria del Fondo sin dalla fase iniziale dell'approvazione dei programmi.

Nell'ultimo biennio, l'FMI ha gestito con modalità ed esiti diversi le strategie di uscita dalla propria tutela finanziaria dei tre maggiori paesi debitori (Brasile, Turchia e Argentina). In questi casi il Fondo ha teso a rinnovare, ancorché in misura parziale, crediti già superiori ai normali limiti di accesso e, quindi, a mantenere un'elevata esposizione verso paesi membri per un periodo di tempo più esteso di quanto previsto inizialmente. Data l'assenza di una vera e propria crisi dal lato dei movimenti di capitale della bilancia dei pagamenti, l'approvazione dei relativi programmi è stata giustificata invocando la cosiddetta clausola delle circostanze eccezionali (*exceptional circumstances clause* – ECC). I casi in questione differiscono in merito alla formulazione di misure correttive da parte dell'FMI e alla realizzazione delle stesse da parte del paese debitore.

La ECC fu introdotta nel 1983, e utilizzata occasionalmente negli anni successivi. La clausola è rimasta in vigore nonostante l'approvazione delle nuove regole che dal 2003 disciplinano l'entità dei finanziamenti dell'FMI (access policy). Essa consente l'erogazione di crediti di entità elevata anche in mancanza di pressioni eccezionali dal lato dei movimenti di capitale (uno dei requisiti previsti dall'access policy).

L'ultimo programma (Stand-by Arrangement) approvato dall'FMI in favore del Brasile è stato avviato nel settembre del 2002 (22,8 miliardi di DSP). Da allora il paese ha beneficiato di un'estensione dello stesso per altri quindici mesi e di ulteriori finanziamenti per 4,6 miliardi di DSP, concessi in riconoscimento dei progressi compiuti nella realizzazione delle misure correttive richieste. Dei complessivi 27,4 miliardi messi a disposizione, solo 17,2 sono stati effettivamente utilizzati dal Brasile, in conformità con l'impegno di non ricorrere alle risorse dell'FMI se non in caso di reale necessità. Il programma è terminato il 31 marzo scorso e le autorità brasiliane non ne hanno richiesto il rinnovo. L'esposizione del Fondo nei confronti del paese, pari al 530 per cento della quota alla fine del 2004, dovrebbe ridursi gradualmente ed estinguersi nel 2007; a partire da quell'anno, i rapporti tra il Fondo e il Brasile continuerebbero nella forma della normale attività di sorveglianza prevista dall'articolo IV dello Statuto.

Per quanto riguarda la Turchia, lo Stand-by Arrangement del febbraio 2002 (12,8 miliardi di DSP) prevedeva un regime di cambio più flessibile, il rafforzamento del sistema bancario e finanziario e alcune riforme della spesa pubblica e della tassazione. Tali misure miravano a garantire la sostenibilità del debito pubblico nel medio termine attraverso il conseguimento di un avanzo primario pari al 6,5 per cento del PNL. Nella seconda metà del 2004 il disavanzo di parte corrente del paese si è ampliato; ciò ha generato il timore che i flussi di capitale esteri fossero insufficienti a finanziarlo nei mesi successivi e ha accresciuto le preoccupazioni di una nuova crisi legata alla vulnerabilità strutturale del debito pubblico turco (per metà denominato in valute estere o a esse indicizzato, e con una scadenza media pari a poco più di dodici mesi). Alla luce di questi fatti, nel maggio 2005 le autorità hanno concordato con il Fondo un nuovo programma, per 6,7 miliardi di DSP. Fermo restando il completamento delle riforme già avviate, esso prevede, nel periodo 2005-07, il mantenimento di un avanzo pubblico primario pari al 6,5 per cento del PNL, una riduzione del debito pubblico di dieci punti percentuali del prodotto e il contenimento del disavanzo previdenziale all'attuale 4,5 per cento del PNL; questo dovrebbe ridursi di un punto entro la fine del decennio. Inoltre, le autorità si sono impegnate ad adeguare il sistema di vigilanza bancaria agli standard della UE e ad ammodernare l'amministrazione tributaria. Infine, l'FMI ha

concesso un'estensione di dodici mesi dei rimborsi in scadenza nel 2006, pari a 2,5 miliardi di DSP. Le autorità si sono impegnate a non effettuare prelievi qualora le condizioni della bilancia dei pagamenti dovessero rivelarsi più favorevoli. L'esposizione del Fondo verso la Turchia, pari al 1.436 per cento della relativa quota alla fine del 2004, si riporterà a livelli normali (sotto il 300 per cento) solo a partire dal 2009.

Nel settembre 2003 l'FMI aveva approvato un programma triennale in favore dell'Argentina, pari a quasi 9 miliardi di DSP, e concesso un'estensione di dodici mesi dei rimborsi all'FMI di crediti preesistenti per un totale di 1,7 miliardi di DSP. Le prime due tranche del prestito sono state erogate, rispettivamente, nel gennaio e marzo 2004; la terza non è ancora stata resa disponibile, a causa della mancata realizzazione, da parte del paese, delle misure strutturali richieste dal Fondo, e della perdurante assenza di un accordo con i creditori per la ristrutturazione del debito (cfr. il paragrafo successivo).

La prevenzione e risoluzione delle crisi finanziarie internazionali

La sorveglianza dell'FMI. – Al termine del tradizionale esame biennale della sorveglianza, il Consiglio di amministrazione del Fondo ha confermato la centralità di tale attività ai fini di prevenzione delle crisi e di stabilità del sistema monetario internazionale, e ha individuato le principali aree di intervento per rafforzare l'azione del Fondo.

Le priorità sono: (a) una maggiore selettività nei confronti dei paesi che rivestono particolare rilevanza sistemica e degli aspetti più delicati della loro politica economica; (b) il regime di cambio; (c) l'integrazione economico-finanziaria regionale; (d) l'affinamento delle analisi di sostenibilità del debito e un più attento esame del settore finanziario; (e) un dialogo più intenso con le autorità nazionali; (f) una valutazione sistematica dell'efficacia delle misure correttive attuate dai paesi membri.

È proseguita, da parte dei paesi membri dell'FMI, l'approntamento di rapporti sull'osservanza di standard e di codici di buona condotta (*Report on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) in ambito statistico, finanziario e di politica economica.

Alla fine di marzo 2005 l'FMI aveva completato 624 ROSC per 110 paesi. Si è altresì intensificata la partecipazione dei paesi ai programmi di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program – FSAP*): alla fine di marzo, 88 paesi avevano completato il programma (27 in più rispetto a dodici mesi prima); altri 14 FSAP erano in corso di svolgimento (fra i quali quello per l'Italia) e 16 nuovi paesi avevano annunciato l'intenzione di parteciparvi.

Il Financial Stability Forum. – L'attività di sorveglianza dell'FMI sui paesi di rilevanza sistemica si integra con quella del Financial Stability Forum (FSF), che svolge un'importante funzione nell'individuare i principali elementi di vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale.

In occasione delle riunioni del settembre 2004 a Washington e del marzo 2005 a Tokyo il FSF ha individuato i maggiori fattori di rischio macroeconomico nel persistere degli squilibri globali della bilancia dei pagamenti, nel temuto rallentamento dell'economia cinese e nell'elevato prezzo del petrolio. Ci si è anche soffermati sulle quotazioni, ritenute eccessive, delle attività immobiliari e sul crescente rischio finanziario gravante sulle famiglie in alcuni paesi industrializzati. Dal punto di vista strutturale sono stati messi in evidenza i rischi derivanti dal rapido sviluppo degli hedge fund e dalla rilevanza sistemica che tale fenomeno sta assumendo.

Alla fine del 2004 l'FMI ha completato 39 dei 42 esercizi di valutazione delle attività dei centri off shore, previsti sulla base della lista pubblicata nel 2000. Tali esercizi hanno rilevato significativi sforzi di riforma nella maggior parte delle giurisdizioni considerate. In alcune, tuttavia, permangono problemi in riferimento al rispetto degli standard internazionali con particolare riguardo alla cooperazione transfrontaliera, allo scambio di informazioni e all'adeguatezza delle risorse a disposizione delle autorità di vigilanza (cfr. la sezione E: L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari).

I principi in materia di ristrutturazione del debito sovrano. – Sono proseguiti sotto l'egida del Gruppo dei Venti (G20) i lavori, avviati nel 2002 dalla Banca di Francia e dall'Institute of International Finance, volti a predisporre un "codice di condotta" di carattere volontario che dovrebbe guidare i comportamenti dei creditori e dei debitori nel processo di ristrutturazione del debito sovrano. Un gruppo composto da rappresentanti del settore privato e da alcuni tra i maggiori paesi debitori (Brasile, Corea, Messico e Turchia) ha concordato, nel novembre 2004, un insieme di condizioni che si ispirano a quattro criteri di natura generale: trasparenza e scambio tempestivo di informazioni; stretta cooperazione tra le parti, volta a evitare l'insolvenza anche attraverso il rinnovo, da parte dei creditori, del debito a breve termine e la parziale continuazione, da parte del debitore, del servizio sul debito stesso; comportamento in buona fede del debitore durante i negoziati, la cui verifica rimane affidata all'FMI; parità di trattamento di tutti i creditori. L'accordo è stato valutato favorevolmente dal G20, ma non è ancora stato sottoscritto da alcune associazioni del settore privato e da importanti paesi debitori (tra i quali l'Argentina). In occasione dei recenti incontri primaverili a Washington, l'International Monetary and Financial Committee (IMFC) ha incoraggiato la comunità internazionale a compiere ulteriori sforzi per affinare l'accordo e ampliare il consenso attorno a esso.

Le clausole di azione collettiva. – Negli ultimi mesi è proseguita la diffusione delle clausole di azione collettiva (CAC) per i titoli emessi da paesi emergenti. Tali clausole consentono a una maggioranza qualificata di creditori di apportare modifiche alle condizioni del prestito vincolanti per tutti i detentori dei titoli e prevengono azioni legali da parte di creditori individuali nel processo di ristrutturazione del debito.

Nel periodo gennaio 2004 – marzo 2005 i paesi emergenti hanno effettuato, soprattutto sulla piazza di New York, 93 nuove emissioni internazionali di titoli di debito sovrano

contenenti CAC, 13 in più rispetto a quelle effettuate nei quindici mesi precedenti. Secondo stime dell’FMI, alla fine di marzo 2005 il valore nominale dei titoli di paesi emergenti contenenti tali clausole era pari a 292 miliardi di dollari, il 44 per cento di quelli complessivamente emessi da quei paesi. Sotto il profilo tecnico, le CAC utilizzate dai paesi emittenti sotto la giurisdizione di New York sono risultate in linea con le raccomandazioni del G10. Attualmente l’Italia è l’unico paese avanzato ad aver utilizzato queste clausole nei propri titoli di Stato denominati in valuta ed emessi all’estero; l’ammontare di tali titoli emessi tra settembre 2003 e la prima metà di maggio 2005 è stato pari a 19,7 miliardi di dollari.

La ristrutturazione del debito argentino e il contenzioso legale tra creditori e debitori. – Il 14 gennaio 2005 l’Argentina ha lanciato un’offerta pubblica di scambio sui titoli del debito sovrano in *default* dalla fine del 2001 (pari a 81,8 miliardi di dollari, di cui 2,1 relativi a interessi maturati fino al 31 dicembre di quell’anno ma non corrisposti). Nel corso dell’offerta di scambio il parlamento argentino ha approvato una nuova legge che impedisce la riapertura dell’offerta.

L’offerta, chiusa formalmente il 25 febbraio scorso, prevede lo scambio dei vecchi *bonds* con tre categorie di nuovi titoli (*par*, *discount* e *quasi-par*), per 35,2 miliardi di dollari, con una perdita media per i detentori pari al 75 per cento del valore attuale netto dei titoli preesistenti. Secondo i dati diffusi dalle autorità argentine, il tasso di adesione all’offerta è stato del 76,2 per cento in termini di valore, quota inferiore a quella osservata in precedenti casi di ristrutturazione (93-99 per cento). La partecipazione dei detentori residenti in Argentina avrebbe oltrepassato il 95 per cento; quella dei non residenti sarebbe risultata notevolmente inferiore (66-70 per cento, inclusi gli argentini residenti all’estero). Secondo le autorità, in conseguenza del completamento dell’offerta di scambio, il debito del governo federale è sceso dal 124,0 al 72,4 per cento del PIL: esso aumenterebbe all’86,6 per cento qualora si considerassero gli arretrati nei confronti dei creditori privati che non hanno aderito all’offerta di scambio e gli interessi maturati ma non corrisposti a tutti i detentori di titoli (pari, rispettivamente, a 19,6 e a 5,0 miliardi di dollari).

La ristrutturazione del debito argentino si è associata a un’ondata di azioni legali senza precedenti nella storia delle insolvenze dei debitori sovrani, dati l’ampiezza del novero di creditori e l’atteggiamento di chiusura delle autorità verso un negoziato effettivo con la controparte.

In occasione degli incontri primaverili di Washington, il Gruppo dei Sette (G7) e l’IMFC hanno invitato l’Argentina a risolvere il problema degli arretrati di pagamento nei confronti dei detentori di titoli che non hanno aderito all’offerta di scambio (i cosiddetti *holdouts*), in conformità con le linee guida del *lending into arrears* dell’FMI.

La politica del lending into arrears regola la concessione di finanziamenti dell’FMI a paesi membri con arretrati di pagamento nei confronti di creditori privati. Tale

concessione deve avere carattere eccezionale e soddisfare due requisiti fondamentali: (a) il sostegno dell’FMI deve ritenersi essenziale per la realizzazione delle misure correttive richieste al paese debitore; (b) il paese in questione deve cooperare in buona fede con i propri creditori per raggiungere un accordo sulla ristrutturazione del debito. In assenza di reali progressi nei negoziati sull’accordo, i finanziamenti dell’FMI devono rimanere vincolati alla realizzazione, da parte del paese debitore, delle misure di aggiustamento richieste e formulate autonomamente dal Fondo.

Oltre all’Argentina, casi recenti di ristrutturazione debitoria, di dimensioni assai più contenute, hanno riguardato Repubblica Dominicana, Antigua e Barbuda, Dominica, Grenada e Serbia-Montenegro. Secondo l’FMI, in tutti questi casi il principio della buona fede nei negoziati con i creditori sarebbe stato rispettato.

In merito al contenzioso nei confronti di Stati insolventi, vanno segnalati la recente evoluzione della legislazione belga e la tendenza in atto nella giurisdizione di New York, entrambe volte a evitare interpretazioni cosiddette “estensive” della clausola del *pari passu*.

La clausola, tradizionalmente inclusa nei prospetti informativi dei titoli sovrani, è volta ad assicurare la parità di trattamento dei creditori. Secondo una prevalente interpretazione in senso restrittivo, essa mirerebbe esclusivamente a mantenere inalterata la priorità relativa (seniority) dei vari creditori verso i beni del debitore; secondo l’interpretazione estensiva, accolta nel 2000 proprio da un tribunale belga in una decisione a favore dei creditori, la clausola consentirebbe agli holdouts di bloccare i pagamenti del debitore verso creditori terzi, nell’ipotesi che questi debbano avvenire pro rata.

L’utilizzo del *pari passu* come strumento per forzare l’esecuzione di contratti obbligazionari sovrani in *default* ha avviato un intenso dibattito sui termini della corretta applicazione della clausola e ha determinato una reazione delle autorità degli Stati Uniti e del Belgio contro l’interpretazione estensiva della stessa, allo scopo di evitare le potenziali ripercussioni negative sul regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli (Fedwire, CHIPS ed Euroclear). Come conseguenza di tali iniziative, per gli *holdouts* si sono ulteriormente accresciute le difficoltà a recuperare il valore dei propri crediti in fase esecutiva.

*Nel gennaio 2004, la Federal Reserve Bank di New York, che regola e gestisce il sistema dei pagamenti Fedwire, e la Clearing House Association di New York, che riunisce le principali banche commerciali fornitrici di servizi di pagamento e regolamento e amministra il sistema di pagamenti interbancari CHIPS, hanno presentato alla Corte distrettuale del Southern District di New York istanze contro l’interpretazione estensiva del *pari passu*, nell’ambito della causa intentata contro la Repubblica Argentina da EM Ltd. e da Macrotecnic International Corporation (due fondi di investimento localizzati, rispettivamente, alle Isole Cayman e a Panama). Nel dicembre 2004 il parlamento belga ha emendato in questo senso l’articolo 9 della legge del 28 aprile 1999; tale legge aveva recepito la Direttiva europea 98/26/EC sulla definitività del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli.*

Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento allo sviluppo

La lotta alla povertà. – Nel corso dell'ultimo quinquennio l'impegno della comunità internazionale nella lotta alla povertà ha trovato un quadro di riferimento più preciso negli Obiettivi di sviluppo del Millennio e nella strategia di Monterrey.

I principali obiettivi di sviluppo, approvati dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite nel 2000 (Dichiarazione del Millennio) e riferiti al 2015, riguardano il dimezzamento della quota di persone che vivono in estrema povertà, l'accesso generalizzato all'istruzione primaria, la riduzione della mortalità infantile, la salvaguardia delle risorse ambientali e la lotta alle principali malattie infettive (AIDS, malaria, tubercolosi).

La strategia di Monterrey è stata concordata dai Capi di Stato e di Governo in occasione della Conferenza internazionale sul finanziamento allo sviluppo promossa dalle Nazioni Unite e svoltasi in quella città nel marzo 2002. Essa si prefigge di mobilitare le risorse finanziarie necessarie per il raggiungimento dei citati obiettivi di sviluppo. La strategia coinvolge, dal lato dei donatori, i paesi avanzati e le istituzioni finanziarie internazionali (FMI, Banca Mondiale e banche multilaterali di sviluppo) e, dall'altro, i paesi in via di sviluppo, ai quali si richiede un più attento utilizzo degli aiuti attraverso appropriate riforme istituzionali e politiche macroeconomiche orientate alla stabilità e al miglioramento delle condizioni di vita dei meno abbienti.

La Banca Mondiale e l'FMI predispongono con cadenza annuale un rapporto che fornisce una valutazione dello stato di avanzamento delle iniziative, al fine di individuare gli scostamenti rispetto agli Obiettivi, di attribuirne le responsabilità e di individuare le necessarie misure correttive.

Secondo le valutazioni più recenti, è improbabile che gli Obiettivi siano pienamente raggiunti nei tempi previsti, in particolare quelli non legati alle condizioni reddituali; il ritardo differirà in misura rilevante da regione a regione.

Il rischio di fallimento è particolarmente elevato per l'obiettivo relativo alle condizioni sanitarie. Il numero di persone colpite dall'AIDS continua a crescere: circa due terzi dei 39 milioni di persone complessivamente affette dalla malattia risiedono in Africa; nei paesi subsahariani una persona su tre risulta contagiata. I casi di malaria, seconda causa di morte per malattia dopo l'AIDS, sono stimati tra i 300 e i 500 milioni all'anno, con 1,2 milioni di decessi. Solo nei paesi che hanno avviato massicci programmi di prevenzione (Brasile, Eritrea, Etiopia, Kenya, Senegal e Tailandia) le epidemie sono tenute sotto controllo e il numero di malati si è ridotto. Sul fronte dell'istruzione sono stati ottenuti maggiori progressi, anche se l'obiettivo dell'accesso generalizzato all'istruzione primaria non potrà essere raggiunto in alcune aree. Sviluppi più incoraggianti, ancorché non pienamente adeguati, si sono registrati sui fronti della mortalità infantile e dell'accesso all'acqua potabile. Le prospettive appaiono promettenti solo con riferimento alla riduzione della povertà in termini di reddito, principalmente grazie agli elevati tassi di crescita della Cina e dell'India; per i paesi dell'Africa sub-sahariana, invece, tale obiettivo non appare raggiungibile nei tempi previsti.

Il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo è legato alla capacità delle istituzioni e dei soggetti interessati di intensificare la propria azione. In particolare, i paesi in via di sviluppo devono migliorare la qualità delle politiche macroeconomiche e degli assetti istituzionali; i paesi sviluppati, dal canto loro, sono chiamati ad aprire maggiormente i propri mercati alle esportazioni dei paesi poveri e a incrementare gli aiuti ufficiali, migliorandone nel contempo l'allocazione e l'efficacia.

Nel 2003 i flussi mondiali di aiuti a prezzi correnti sono stati pari a 69 miliardi di dollari, 10,7 miliardi in più rispetto all'anno precedente. A prezzi e cambi costanti, l'aumento è stato pari ad appena 2,9 miliardi di dollari. In rapporto al PNL dei paesi donatori, gli aiuti ufficiali sono stati pari allo 0,25 per cento, ben al di sotto dello 0,7 per cento che gli esperti della Banca Mondiale giudicano necessario per raggiungere gli Obiettivi. L'incremento degli aiuti è quasi totalmente attribuibile a interventi di emergenza relativi a calamità naturali, alla cancellazione di debiti pregressi e a iniziative di assistenza tecnica; permane elevata la quota allocata in base agli interessi geopolitici dei principali donatori.

I meccanismi innovativi di finanziamento dello sviluppo e l'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries). – Dati i vincoli del bilancio pubblico nei paesi donatori, nell'ultimo biennio si sono moltiplicate le proposte volte a individuare nuovi meccanismi di finanziamento dello sviluppo, al fine di accrescere il livello degli aiuti e ridurne la variabilità.

Tra le proposte in discussione, occupa una posizione preminente la International Finance Facility (IFF) avanzata nel 2003 dal Regno Unito. La IFF si prefigge di accelerare per gli anni a venire l'erogazione degli aiuti già annunciati dai paesi donatori, attraverso l'emissione sui mercati internazionali dei capitali di titoli garantiti dai donatori. Il ricavato delle emissioni, pari a circa 50 miliardi di dollari annui fino al 2015, verrebbe distribuito sulla base di criteri prestabiliti tra paesi beneficiari mediante l'utilizzo dei canali ufficiali esistenti, bilaterali e multilaterali.

È inoltre in fase di avvio la International Finance Facility for Immunization (IFFIm), progetto pilota lanciato dal Regno Unito e dalla Francia in collaborazione con il GAVI (Global Alliance for Vaccines and Immunization). L'iniziativa, disegnata sul modello della IFF, si propone di raccogliere 4 miliardi di dollari nel periodo 2005-2015, raddoppiando le risorse disponibili per un piano di vaccinazione nei paesi più poveri.

Secondo altre proposte, tra le quali il Rapporto Landau commissionato dal governo francese, il finanziamento degli aiuti potrebbe essere realizzato mediante il ricorso alla tassazione internazionale: l'imposizione potrebbe riguardare le transazioni finanziarie internazionali, il commercio internazionale di armi, i profitti delle imprese multinazionali, i viaggi aerei, le emissioni di gas inquinanti. Si tratta, tuttavia, di ipotesi ancora controverse, a causa di talune implicazioni negative sul piano dell'efficienza economica e dell'equità, ma soprattutto delle difficoltà politiche di realizzazione. Fra le questioni

irrisolte vi è il problema dell'assetto legale e istituzionale più appropriato, nonché quello dei canali attraverso cui convogliare i proventi raccolti.

Consistenti progressi sono stati ottenuti con riferimento all'iniziativa HIPC, che prevede la riduzione del debito dei paesi poveri con elevato onere debitorio: 27 dei 38 paesi potenzialmente beneficiari hanno raggiunto il cosiddetto "punto di decisione" e quindi sono stati ufficialmente riconosciuti idonei alla cancellazione del debito; di questi, 15 hanno superato anche il "punto di completamento", ossia il momento in cui i creditori provvedono all'irrevocabile cancellazione dell'intero ammontare di debito stabilito in corrispondenza del punto di decisione. Per i paesi che hanno raggiunto il punto di decisione, nel 2006 l'onere del servizio del debito in rapporto alle entrate fiscali risulterà più che dimezzato rispetto al 1999, anno di avvio dell'iniziativa; nella maggior parte di tali paesi si è già osservato un aumento della spesa pubblica direttamente collegata agli Obiettivi di sviluppo.

Sono attualmente all'esame della comunità internazionale ulteriori proposte per estendere la cancellazione del debito agli altri paesi potenzialmente beneficiari dell'iniziativa HIPC e ad altri paesi poveri, sia attraverso il reperimento di nuove risorse finanziarie, sia mediante la revisione dei requisiti per accedere all'iniziativa. È, tuttavia, necessario che tali risorse siano realmente aggiuntive, e non vengano reperite dirottando i fondi destinati all'incremento degli aiuti ufficiali.

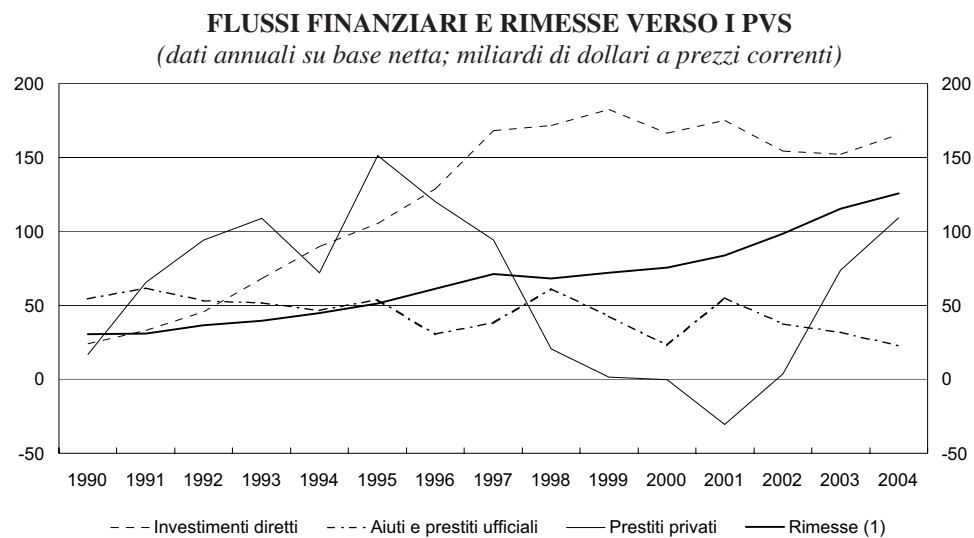
Le rimesse dei lavoratori emigrati. – Secondo stime della Banca Mondiale, nel 2004, le rimesse in patria dei lavoratori emigrati dai PVS sarebbero state pari a 126 miliardi di dollari, più di cinque volte l'ammontare di risorse messo a disposizione di quei paesi dal settore ufficiale (istituzioni finanziarie internazionali e paesi donatori; fig. A21).

Si stima che gli ammontari effettivi delle rimesse siano significativamente più elevati rispetto a quelli riportati nelle statistiche ufficiali, a causa del diffuso utilizzo di canali di trasferimento informali. Sussistono, inoltre, alcune discrepanze nei dati forniti dai paesi di destinazione e di origine delle rimesse, a causa di procedure ancora non sufficientemente accurate o non omogenee. Alcuni gruppi internazionali, ai quali partecipano anche le Nazioni Unite, l'FMI e l'OCSE, stanno lavorando a una più coerente definizione degli aggregati e all'armonizzazione delle metodologie di rilevazione.

Gli elevati livelli e la contenuta variabilità possono rendere le rimesse uno strumento importante per finanziare lo sviluppo dei paesi di destinazione. Esse rappresentano risorse aggiuntive disponibili per accrescere i consumi e gli investimenti. Inoltre, hanno un ruolo determinante nell'attenuazione del vincolo esterno dei paesi caratterizzati da persisten-

ti disavanzi commerciali e privi di accesso ai mercati internazionali dei capitali (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*). Ulteriori effetti benefici possono derivare dal miglioramento del capitale umano, nella misura in cui i proventi delle rimesse siano destinati al finanziamento delle spese sanitarie e per l'istruzione. Le autorità dei paesi di provenienza e di destinazione delle rimesse dovrebbero, pertanto, perseguire due obiettivi complementari: facilitare il trasferimento internazionale dei fondi e incoraggiarne l'investimento in attività produttive da parte dei beneficiari.

Fig. A21



Fonte: Banca Mondiale, Global Development Finance 2005.

(1) Somma algebrica dei saldi netti di tre voci di bilancia dei pagamenti collegate con la mobilità internazionale del lavoro: "rimesse", "redditi da lavoro" e "trasferimenti di emigrati" (quest'ultima voce è inclusa nei trasferimenti in conto capitale).

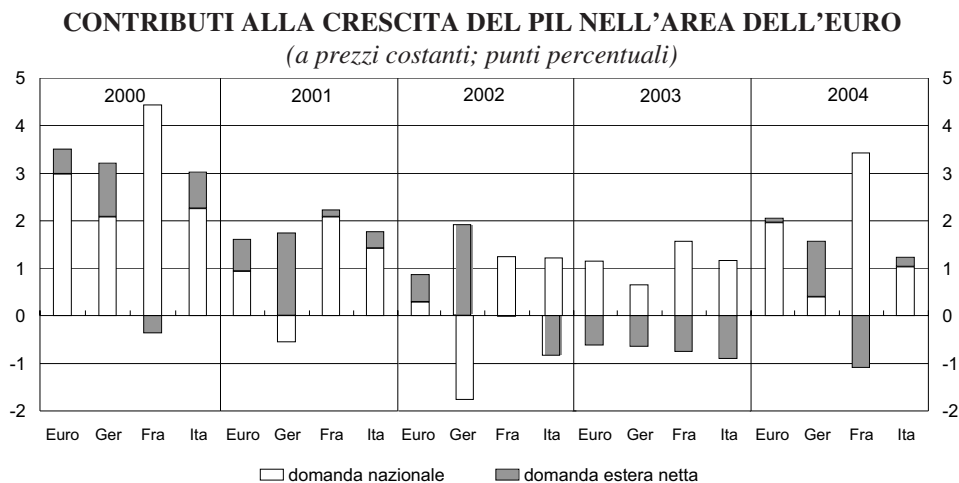
Nello scorso giugno il Gruppo degli Otto (G8) ha avviato una serie di iniziative orientate ad agevolare i trasferimenti di rimesse. In particolare, si intende accrescere l'accesso degli immigrati ai servizi bancari e finanziari e promuovere strumenti innovativi di trasferimento dei fondi; incrementando il grado di concorrenza sul mercato dei servizi di trasferimento delle rimesse, tali strumenti potranno contribuire a ridurre significativamente i costi, ancora elevati. È inoltre in via di definizione, con il coordinamento della Banca Mondiale e della Banca dei regolamenti internazionali, un insieme di principi guida per i servizi di trasferimento delle rimesse (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*). A loro volta, al fine di massimizzare l'impatto delle rimesse sulla crescita economica, i paesi riceventi sono chiamati ad accelerare i processi di riforma, rafforzare i sistemi bancari e finanziari, migliorare gli assetti giuridici e istituzionali, rendendoli più favorevoli agli investimenti privati.

B – REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'area dell'euro

Nel 2004 il PIL dell'area dell'euro è aumentato del 2,1 per cento, il tasso più elevato dell'ultimo quadriennio (tav. B1), tuttavia inferiore a quello conseguito dal Giappone e, soprattutto, dagli Stati Uniti, dove la crescita è stata doppia. La ripresa dell'attività economica, avviatasi nella seconda parte del 2003, si è rafforzata nei successivi sei mesi, sostenuta dagli scambi con l'estero; nel secondo semestre del 2004 ha perso gradualmente vigore, in connessione con l'apprezzamento dell'euro. La dinamica del prodotto nel corso dell'anno, dominata da quella delle esportazioni, ha evidenziato il ruolo modesto svolto dalle componenti interne della domanda. Nella media del 2004 il contributo delle esportazioni è stato quasi compensato da quello, negativo, delle importazioni (fig. B1).

Fig. B1



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. I dati relativi all'area dell'euro non recepiscono le revisioni recentemente apportate ai conti nazionali di Francia, Germania e Spagna.

La ripresa dei ritmi di attività ha riguardato i principali paesi dell'area con intensità diversa: mentre in Francia la crescita ha raggiunto il 2,3 per cento, in Germania e soprattutto in Italia essa è stata contenuta (1,6 e 1,2 per cento, rispettivamente). Negli altri paesi, il tasso di sviluppo si è mantenuto su valori superiori a quello medio dell'area.

**PIL, IMPORTAZIONI E PRINCIPALI COMPONENTI
DELLA DOMANDA NEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO**
(a prezzi costanti; dati destagionalizzati; variazioni percentuali
sul periodo precedente salvo diversa indicazione)

Pesi	2002	2003	2004	2004			
	Anno	Anno	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
PIL							
Germania	0,2	..	1,6	0,4	0,2	..	-0,1
Francia	1,2	0,8	2,3	0,6	0,6	0,2	0,7
Italia	0,4	0,3	1,2	0,5	0,4	0,4	-0,4
Spagna	2,7	2,9	3,1	0,8	0,5	0,6	0,8
Area dell'euro	0,9	0,5	2,1	0,7	0,5	0,3	0,2
Importazioni							
Germania	-1,0	4,2	6,7	0,8	2,3	2,7	0,2
Francia	1,7	0,7	6,9	0,5	3,0	2,2	1,0
Italia	-0,5	1,3	2,5	-1,2	2,6	1,1	0,1
Spagna	3,8	6,2	8,0	1,2	2,5	5,1	1,0
Area dell'euro	0,4	2,2	6,5	0,3	2,9	2,6	0,7
Esportazioni							
Germania	4,6	1,8	9,0	3,5	3,3	-1,0	1,1
Francia	1,5	-1,7	3,1	0,1	1,0	0,4	0,9
Italia	-3,2	-1,9	3,2	-1,8	3,7	4,8	-4,7
Spagna	1,7	3,5	2,7	-0,9	3,2	3,6	-0,8
Area dell'euro	1,9	0,4	6,3	1,4	3,1	1,0	0,3
Consumi delle famiglie (1)							
Germania	-0,4	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	0,3	0,3
Francia	2,3	1,4	2,1	1,0	0,5	-0,1	1,1
Italia	0,4	1,4	1,0	1,1	-0,4	0,2	0,2
Spagna	2,9	2,9	....	1,0	0,9	0,5	1,0
Area dell'euro	0,6	1,1	1,2	0,7	..	0,1	0,6
Investimenti fissi lordi							
Germania	-6,1	-1,7	-0,5	-3,0	0,1	0,5	0,3
Francia	-1,7	2,7	2,5	-0,5	0,9	-0,3	1,3
Italia	1,2	-1,8	2,1	2,3	1,1	-1,2	-1,7
Spagna	3,3	5,4	4,4	0,1	0,9	2,9	2,0
Area dell'euro	-2,6	-0,4	2,1	-0,2	0,5	0,5	0,6
Domanda nazionale (2)							
Germania	-1,8	0,7	0,4	-0,7	-0,4	1,4	-0,6
Francia	1,3	1,5	3,4	0,7	1,2	0,7	0,7
Italia	1,2	1,2	1,0	0,6	0,1	-0,7	1,0
Spagna	2,8	3,2	....	1,4	0,3	1,2	1,4
Area dell'euro	0,3	1,2	2,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Domanda estera netta (3)							
Germania	1,9	-0,7	1,2	1,1	0,5	-1,3	0,4
Francia	-0,1	-0,7	-1,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Italia	-0,8	-0,9	0,2	-0,2	0,3	1,1	-1,4
Spagna	-0,6	-0,8	....	-0,7	0,1	-0,7	-0,6
Area dell'euro	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,2	-0,6	-0,1

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. I dati relativi all'area dell'euro non recepiscono le revisioni recentemente apportate ai conti nazionali di Francia, Germania e Spagna.

(1) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. - (2) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore. - (3) Contributo alla crescita sul periodo precedente in punti percentuali.

Nel 2004 i consumi privati hanno sostanzialmente confermato il ritmo di crescita dell'anno precedente, di poco superiore all'1 per cento. Dopo un primo trimestre vivace, nei mesi centrali dell'anno la spesa delle famiglie ha ristagnato. Ha risentito della condizione del mercato del lavoro e del clima di fiducia. Nell'ultimo trimestre gli acquisti hanno nuovamente accelerato, in particolare in Francia dove hanno beneficiato degli incentivi temporanei introdotti dal governo.

Dopo tre anni di contrazione, gli investimenti fissi lordi sono tornati a crescere (2,1 per cento), grazie soprattutto alle componenti diverse dalle costruzioni (3,2 per cento). Vi hanno contribuito la ripresa dell'attività, particolarmente nella prima parte dell'anno, e le condizioni finanziarie. La crescita dell'accumulazione è stata ancora negativa in Germania, a causa dell'ulteriore diminuzione dell'attività nel comparto edilizio.

L'occupazione nel 2004 è aumentata di circa mezzo punto percentuale, sospinta dalla ripresa dell'attività in un contesto di generale moderazione salariale. Al forte aumento dell'occupazione in Spagna ha fatto riscontro una lieve diminuzione in Francia; in Germania si è tornati a registrare un incremento, ma a ritmi assai modesti. Il tasso di disoccupazione nell'area è rimasto invariato all'8,8 per cento.

Nel 2004 l'inflazione, misurata con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, sia generale sia al netto delle componenti più erratiche, è stata pari al 2,1 per cento, come nel 2003. L'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro ha contrastato gli effetti del rialzo dei corsi delle materie prime, in particolare del petrolio. La crescita dei prezzi è stata contenuta anche dal rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto. La dinamica dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area è stata diversa: in accelerazione in Germania (all'1,8 per cento dall'1,0 del 2003), stabile in Francia (al 2,3 per cento dal 2,2), in diminuzione in Italia (al 2,3 dal 2,8 per cento).

L'attività economica in Italia

In Italia il PIL ha accelerato nella media del 2004, aumentando dell'1,2 per cento (tav. B2), valore inferiore a quello registrato negli altri paesi dell'area a causa del minor impulso della domanda interna. Dopo una moderata espansione nel primo semestre il PIL ha rallentato, subendo una flessione negli ultimi tre mesi, quando l'apprezzamento dell'euro rendeva più acute le difficoltà delle nostre imprese a fronteggiare le pressioni concorrenziali; ne scaturiva un calo delle esportazioni del 4,7 per cento rispetto ai tre mesi precedenti. Gli investimenti fissi lordi hanno seguito l'evoluzione della domanda, con un netto aumento nel primo semestre e una diminuzione nel secondo. I consumi, dopo la crescita nel primo semestre, hanno ristagnato.

CONTO ECONOMICO DELLE RISORSE E DEGLI IMPIEGHI IN ITALIA

Voci	Peso in % del PIL nel 2004	2003			2004		
		Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL a prezzi costanti	Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL a prezzi costanti
		Valori a prezzi costanti	Deflatori		Valori a prezzi costanti	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	0,3	2,9	–	1,2	2,6	–
Importazioni di beni <i>fob</i> e servizi (1) .	28,3	1,3	-1,0	-0,4	2,5	3,7	-0,7
di cui: <i>beni</i>	21,8	0,9	-0,4	-0,2	3,2	5,1	-0,7
Impieghi							
Domanda nazionale	99,6	1,2	2,5	1,2	1,0	2,6	1,0
Spesa delle famiglie residenti	60,2	1,4	2,5	0,8	1,0	2,2	0,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie .	18,3	2,3	3,5	0,4	0,7	2,1	0,1
Investimenti fissi lordi	20,6	-1,8	1,9	-0,4	2,1	3,2	0,4
<i>macchine, attrezzature e mezzi di trasporto</i>	10,7	-4,7	0,6	-0,5	1,4	2,2	0,2
<i>costruzioni</i>	9,0	1,7	3,3	0,1	3,1	4,4	0,3
<i>beni immateriali</i>	0,9	0,8	0,6	..	-0,8	1,8	..
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	0,5	–	–	0,3	–	–	-0,1
Esportazioni di beni <i>fob</i> e servizi (3) .	28,7	-1,9	0,7	-0,5	3,2	3,8	0,9
di cui: <i>beni</i>	22,9	-2,1	0,5	-0,5	3,3	4,1	0,7
Domanda estera netta	0,4	–	–	-0,9	–	–	0,2

Fonte: Istat, *Conti nazionali*.

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

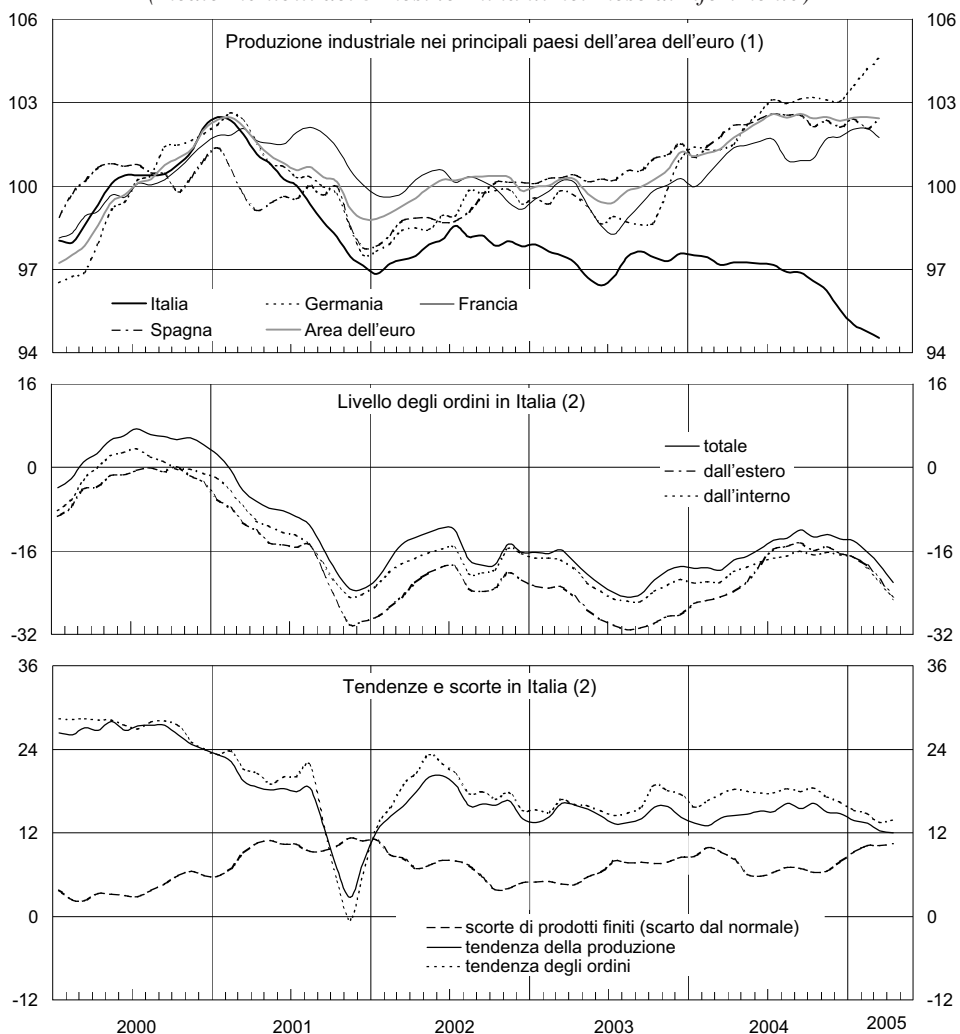
La dinamica dell'attività manifatturiera è apparsa di gran lunga più debole di quella del PIL, a conferma delle notevoli difficoltà che questo settore incontra. Pressoché stazionario nei primi cinque mesi del 2004, dal mese di giugno l'indice della produzione industriale, corretto per la stagionalità e per il numero di giornate lavorative, ha preso a flettere, ritornando nei primi mesi dell'anno in corso sui livelli della fine del 1995 (fig. B2). Dal picco ciclico del dicembre del 2000, l'indice ha accumulato una perdita di circa otto punti percentuali rispetto alla media dell'area dell'euro, uno scarto di entità analoga a quello registrato nella fase di espansione ciclica del quinquennio precedente.

Nella media del 2004 il valore aggiunto nell'industria manifatturiera è rimasto sostanzialmente stazionario, a fronte della crescita negli altri principali settori. L'aumento nell'agricoltura è stato superiore al 10 per cento, dopo quattro anni di contrazione; nelle costruzioni l'espansione è stata pari al 2,7 per cento, sull'onda di una tendenza positiva in atto dal 1999. Nei servizi la

crescita è risultata più moderata, ancorché in lieve accelerazione rispetto al 2003 (all' 1,2 per cento dallo 0,9; cfr. il capitolo: *L'offerta*).

Fig. B2

PRODUZIONE, DOMANDA E SCORTE NELL'INDUSTRIA
(medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, Eurostat, ISAE.

(1) Indici: 2000=100; dati destagionalizzati. – (2) Saldi fra le percentuali di risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste ISAE; dati destagionalizzati.

Nel 2004 la crescita delle esportazioni di beni e servizi (3,2 per cento) è stata sostenuta dallo sviluppo degli scambi internazionali (9,9 per cento). La quota di mercato dell'Italia sul commercio mondiale, valutata a prezzi costanti, si è tuttavia ulteriormente contratta: è scesa al disotto del 3 per cento. L'aumento delle importazioni, frenate dallo stentato sviluppo della domanda, è stato più contenuto (2,5 per cento); ne è derivato, per la prima volta dopo due anni, un contributo positivo della domanda estera netta alla crescita del PIL (0,2 punti percentuali).

Nonostante l'aumento delle vendite all'estero, nel 2004 l'avanzo commerciale si è ulteriormente ridotto (da 9,9 a 8,8 miliardi), in seguito ai maggiori esborsi per l'acquisto di materie prime, in particolare di petrolio. Grazie al contemporaneo miglioramento del saldo dei servizi (passato da un deficit di 2,4 miliardi a un attivo di 1,5, per effetto soprattutto della crescita dell'avanzo nei viaggi) e al minore disavanzo nei redditi (da 17,8 a 14,7 miliardi), il deficit di conto corrente si è ridotto di quasi un terzo rispetto al 2003, scendendo a 12 miliardi (0,9 per cento del PIL; cfr. il capitolo: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*).

Nel 2004 gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,1 per cento, recuperando il calo dell'anno precedente (tav. B2). L'espansione, agevolata da condizioni finanziarie favorevoli e dal basso costo del denaro, ha riguardato sia l'edilizia sia gli altri settori, seppure in misura più contenuta. I margini di utilizzo della capacità produttiva dell'industria sono rimasti ampi, particolarmente nei rami in cui maggiore è la quota del fatturato esportato. Con una domanda interna debole e prospettive incerte, la spesa in beni capitale delle imprese ha mostrato una dinamica infrannuale fortemente correlata con quella estera: al cospicuo incremento del primo semestre, pari a oltre il 6 per cento in ragione d'anno, ha fatto seguito una caduta di entità simile nel secondo. Lo sviluppo degli investimenti in costruzioni è proseguito per il sesto anno consecutivo (3,1 per cento; 3,3 nella media dei cinque anni precedenti). Vi hanno contribuito le agevolazioni fiscali per la riqualificazione del patrimonio abitativo, introdotte nel 1997 e poi sempre rinnovate, e lo sviluppo del mercato immobiliare, sostenuto anche dall'abbondante liquidità e dal basso costo dei mutui.

I consumi delle famiglie sono aumentati dell'1,0 per cento, rallentando rispetto all'anno precedente (tav. B2). Dopo il netto incremento del primo trimestre del 2004, sono calati nei mesi primaverili, per registrare una sostanziale stazionarietà nel secondo semestre. La spesa delle famiglie si è prevalentemente concentrata negli acquisti di beni durevoli (cresciuti di quasi l'8 per cento) e, fra questi, soprattutto sui prodotti ad alto contenuto tecnologico, in gran parte importati (cfr. il capitolo: *La domanda*).

In un contesto di diffusa incertezza sulle prospettive economiche individuali e generali, riflessa dalle oscillazioni dell'indice del clima di fiducia delle famiglie attorno a valori storicamente molto bassi, i piani di spesa sono mantenuti prudenti, nonostante l'aumento di quasi il 2 per cento del reddito disponibile in termini reali al netto delle perdite attese di potere d'acquisto sulle attività finanziarie dovute all'inflazione. Ne è derivato un ulteriore incremento della propensione media al risparmio (dal 10,6 per cento nel 2003 all'11,4 nel 2004).

L'occupazione nella media del 2004, secondo la rilevazione continua dell'Istat sulle forze di lavoro iniziata lo scorso anno, ha rallentato (0,7 per cento contro 1,5 nel 2003); la crescita si è concentrata negli impieghi a carattere permanente e nel lavoro autonomo (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*). L'incremento del numero degli occupati ha riguardato esclusivamente le regioni del Centro Nord, mentre si è avuto un calo nel Mezzogiorno. Alla riapertura del differenziale retributivo tra le due aree si è accompagnata una ripresa dei flussi migratori dal meridione, riguardante soprattutto i lavoratori più qualificati, caratterizzati da una probabilità maggiore di trovare un'occupazione. Grazie all'aumento dei ritmi di attività, la produttività del lavoro nell'intera economia ha interrotto la tendenza negativa dell'ultimo biennio, tornando a salire di mezzo punto percentuale, una crescita tuttavia inferiore a quella registrata negli altri principali paesi dell'area dell'euro.

Nella media del 2004 la variazione dei prezzi al consumo, misurata con l'indice armonizzato, è scesa al 2,3 per cento, dal 2,8 dell'anno precedente. Anche l'inflazione di fondo, calcolata escludendo le voci caratterizzate da più elevata erraticità, è diminuita al 2,3 per cento (2,7 del 2003). Il differenziale dell'Italia con il resto dell'area dell'euro si è pressoché annullato nel caso dell'indice generale; è rimasto lievemente positivo, pari a 0,3 punti, per l'inflazione di fondo (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*). Questi risultati sono riconducibili alle forti diminuzioni dei prezzi di alcuni beni, come le apparecchiature telefoniche, e al più graduale impatto rispetto agli altri principali paesi delle quotazioni delle materie prime energetiche sulle tariffe dell'elettricità e del gas. Rimane elevato per l'economia italiana il divario nella dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto nei confronti della Francia e, soprattutto, della Germania, principalmente a causa della debole evoluzione della produttività.

I tratti salienti dell'ultimo quadriennio

L'economia italiana continua a risentire del deterioramento della capacità di competere con successo sui mercati. La domanda interna e in particolare i consumi delle famiglie hanno finora parzialmente contrastato la compressione dei ritmi di crescita, sostenuti dall'indirizzo espansivo della politica di bilancio, oltre che dall'operare degli stabilizzatori automatici, da cui è derivata una riduzione del risparmio pubblico in rapporto al reddito nazionale. La crescente prudenza dei consumatori sconta anche l'attesa di significative misure di riordino delle finanze pubbliche e riflette le più incerte prospettive di reddito.

Superato il picco ciclico raggiunto tra la fine del 2000 e i primi mesi del 2001, nell'ultimo quadriennio il PIL italiano è in media aumentato dello 0,9 per cento all'anno, un ritmo inferiore di 4 decimi a quello degli altri paesi dell'area dell'euro; nel quinquennio precedente, la crescita media del prodotto aveva sfiorato il 2 per cento, con uno scarto rispetto al resto dell'area di 8 decimi di punto. In rapporto alla popolazione il PIL è aumentato dal 1995 al 2004 di poco più di un punto percentuale all'anno, mezzo punto in meno rispetto al resto dell'area. Come negli altri paesi, in Italia il rallentamento fra le due fasi cicliche ha riflesso soprattutto quello della domanda interna, il cui contributo medio annuo alla crescita si è dimezzato da 2,3 a 1,2 punti percentuali.

Le esportazioni negli ultimi quattro anni sono rimaste pressoché stazionarie (erano aumentate del 4 per cento l'anno nel periodo 1996-2000), a fronte di un'espansione media annua della domanda mondiale del 4,5 per cento. A prezzi costanti, la quota del commercio mondiale degli esportatori italiani, passata dal 4,6 per cento nel 1995 al 3,5 nel 2000, si è ulteriormente ridotta lo scorso anno al 2,9 per cento; a prezzi correnti, si è invece mantenuta stabile, intorno al 4 per cento dal 2000, riflettendo in alcuni casi la rinuncia a difendere le quote di mercato al fine di innalzare i margini di profitto, in altri lo spostamento su segmenti caratterizzati da qualità e prezzi unitari più elevati.

La competitività dell'industria italiana ha continuato a peggiorare. In base ai prezzi alla produzione la perdita fra il 2000 e il 2004 è stata dell'11 per cento, sostanzialmente analoga a quella media di Francia e Germania; nel periodo 1996-2000, l'industria del nostro paese aveva registrato un guadagno del 4 per cento, inferiore di circa otto punti percentuali a quello francese e tedesco. A questi andamenti corrisponde un divario crescente nella dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, pari a nove punti percentuali nel 1996-2000 e a tredici punti nei primi quattro anni di questo decennio, che risente in primo luogo del differenziale di crescita della produttività.

Il ristagno del prodotto per addetto in Italia si iscrive in una tendenza di lungo periodo su cui incidono il ritardo nella dotazione di infrastrutture materiali e immateriali, la ridotta dimensione delle imprese, il permanere di una antica specializzazione produttiva, il modesto grado medio di concorrenza, gli effetti diretti e indiretti degli squilibri nella finanza pubblica. Questi fattori limitano la propensione all'investimento in ricerca e sviluppo; frenano la capacità di trarre vantaggio dalle tecnologie innovative e di fronteggiare la crescente competizione internazionale.

Il processo di internazionalizzazione delle imprese è iniziato più tardi che in altri paesi e si è intensificato solo di recente. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria e dei servizi, nel 2004 il 13 per

cento delle imprese industriali con 50 e più addetti possedeva o deteneva partecipazioni rilevanti in un'impresa estera per la produzione di beni e di servizi; per il 41 per cento l'attività estera è stata avviata negli ultimi cinque anni, per il 76 per cento negli ultimi dieci. L'incidenza delle imprese con partecipate estere sale al 16-17 per cento nei settori tessile e del cuoio e in quello metalmeccanico, al 29 per cento tra le imprese con un numero di addetti compreso tra 200 e 499 e al 37 tra quelle con oltre 500 addetti ed è maggiore nel Nord. Il numero di addetti all'estero è pari al 77 per cento di quelli in patria per le imprese che hanno partecipate estere e al 22 per cento dell'occupazione complessiva delle imprese industriali con 50 e più addetti; queste proporzioni salgono, rispettivamente, al 152 e al 36 per cento tra le imprese tessili e della lavorazione del cuoio. L'85 per cento delle imprese che hanno attività all'estero giudica che la delocalizzazione della produzione abbia avuto effetti trascurabili o positivi sul livello dell'occupazione negli stabilimenti in patria. Nel processo di internazionalizzazione sarebbero mantenute nel nostro paese le attività a maggior valore aggiunto: il fatturato per addetto in Italia è in media pari a due volte e mezzo quello nelle partecipate estere.

Dopo l'espansione ciclica della seconda metà degli anni novanta, il ritmo di accumulazione è sceso nel 2001-04 allo 0,8 per cento all'anno; il contributo alla crescita del PIL è diminuito a 0,2 punti percentuali. Il rallentamento della spesa in capitale fisso, comune alle altre economie dell'area, riflette, in presenza di tassi di interesse reali contenuti, soprattutto le deboli prospettive di crescita. La quota dei profitti sul valore aggiunto dell'intera economia è rimasta su livelli storicamente elevati, sostenuta in alcuni comparti del terziario dal basso grado di concorrenza; nell'industria manifatturiera, più esposta alla competizione internazionale, la quota si è invece ridotta.

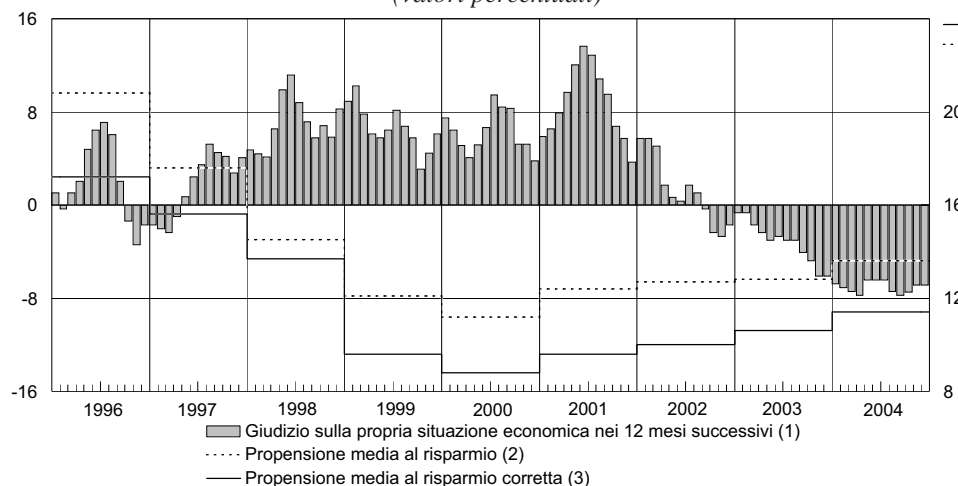
Il rallentamento della domanda interna è dipeso in parte rilevante dall'aumento dei consumi delle famiglie, il cui tasso di aumento medio annuo è diminuito dal 2,6 per cento nel 1996-2000 allo 0,9 nel 2001-04. La decelerazione della spesa per consumi non deriva da una minore crescita del reddito disponibile. Al netto delle perdite attese di potere d'acquisto sulle attività finanziarie determinate dall'inflazione, il reddito disponibile delle famiglie italiane è cresciuto dell'1,6 per cento annuo negli ultimi quattro anni, rispetto all'1,3 nel precedente quinquennio.

La propensione al risparmio è in ripresa dal 2000, quando si è invertita la tendenza alla diminuzione che durava dalla metà degli anni ottanta. La quota di reddito risparmiata è aumentata all'11,4 per cento nel 2004, dopo essere diminuita dal 14,5 all'8,8 per cento tra il 1995 e il 2000 (fig. B3). L'aumento della propensione al risparmio è tanto più rimarchevole in quanto i mutamenti demografici, quali l'invecchiamento della popolazione

e la diminuzione della dimensione dei nuclei familiari, e l'elevata ricchezza accumulata tendono a imprimere una tendenza discendente. La crescente propensione a risparmiare riflette presumibilmente il deterioramento delle prospettive di reddito futuro percepito dalle famiglie. Secondo l'indagine dell'ISAE tra i consumatori, la quota di famiglie che si attendono un peggioramento della propria condizione economica è cresciuta dall'11 al 14 per cento tra il 2000 e il 2004, mentre quella di coloro che prevedono un miglioramento è diminuita dal 17 al 7 per cento. Su queste aspettative hanno influito sia la fiacca crescita del prodotto, sia alcune caratteristiche del mercato del lavoro emerse nell'ultimo decennio.

Fig. B3

**PROPENSIONE AL RISPARMIO E ASPETTATIVE
DI REDDITO DELLE FAMIGLIE IN ITALIA**
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione su dati Istat e ISAE.

(1) Media mobile centrata di 3 termini del saldo tra la quota di coloro che prevedono un miglioramento e coloro che prevedono un peggioramento. Scala di sinistra. – (2) Rapporto tra risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione dei fondi pensione, e reddito disponibile lordo delle famiglie consumatrici. Scala di destra. – (3) Rapporto tra risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione dei fondi pensione, e reddito disponibile lordo al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette delle famiglie consumatrici. Scala di destra.

L'andamento del costo del lavoro è stato più moderato, anche rispetto a quello della produttività (0,7 per cento all'anno tra il 1994 e il 2004, contro l'1,7 nel decennio precedente, espresso a prezzi costanti dividendo per il deflatore del valore aggiunto al costo dei fattori). Ciò non solo per l'operare della politica dei redditi avviata nei primi anni novanta, ma anche per l'ampio ricambio generazionale della manodopera e per la diffusione dei contratti a termine. L'introduzione di modalità più flessibili nell'adeguamento degli organici, nell'organizzazione della produzione e nella gestione degli orari ha favorito l'utilizzo più intensivo del fattore lavoro. Grazie soprattutto all'impulso proveniente dal settore privato, l'occupazione ha continuato ad aumentare dalla metà degli anni novanta, nonostante il rallentamento dell'attività economica.

La trasformazione del mercato del lavoro italiano è stata significativa. La quota di occupati nelle Amministrazioni pubbliche, cresciuta ininterrottamente dai primi anni sessanta fino al 23,6 per cento del 1993-94, è scesa nel 2003 al 20,8 per cento (3,6 milioni di unità standard di lavoro). Secondo la rilevazione sulle forze di lavoro, tra il 1994 e il 2004 il tasso di occupazione della popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni è cresciuto di cinque punti percentuali, al 57,5 per cento, valore comunque basso nel confronto internazionale; l'aumento si è concentrato nell'occupazione a tempo parziale e in quella a termine. Questi mutamenti hanno riguardato soprattutto i nuovi occupati, le cui retribuzioni sono diminuite rispetto a quelle medie. L'espansione dell'occupazione nel settore privato ha riguardato in misura minore le regioni meridionali, nonostante una crescita più moderata delle retribuzioni rispetto al Centro Nord.

Le tendenze più recenti

Secondo le stime preliminari dell'Eurostat, il PIL dell'area dell'euro sarebbe cresciuto dello 0,5 per cento nel primo trimestre dell'anno in corso, accelerando rispetto alla seconda metà del 2004. Il recupero dell'attività è stato sorprendentemente forte in Germania, dove si è registrata una crescita dell'1 per cento, sostenuta interamente dalla domanda estera. In Francia la dinamica del prodotto ha decelerato. Nei mesi più recenti l'indice della produzione industriale dell'area si è posizionato su livelli di poco superiori ai valori raggiunti alla fine del 2004 (fig. B2).

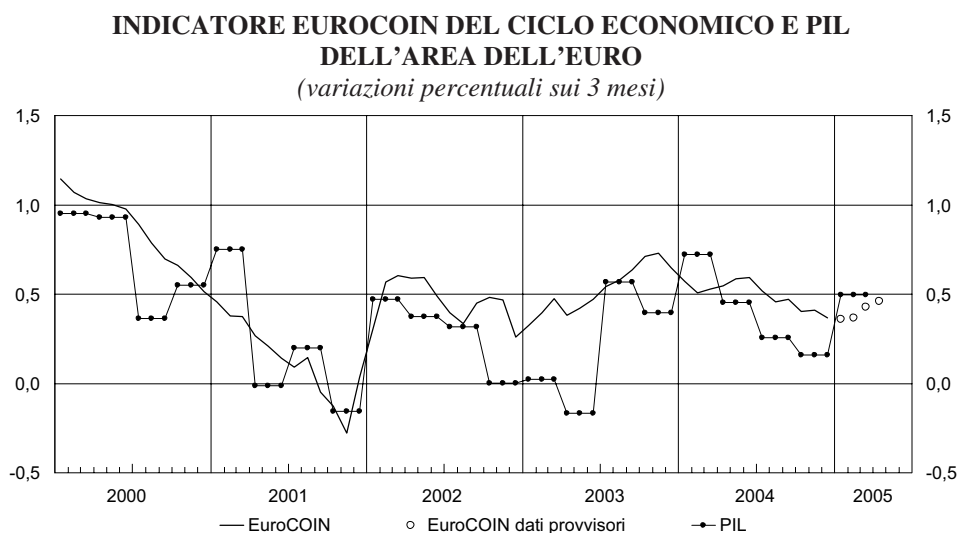
L'evoluzione negativa degli indici della fiducia delle imprese e dei consumatori prospetta per il secondo trimestre una dinamica dell'attività nell'area più modesta. Non appare ancora superata l'incertezza che caratterizza questa fase ciclica, come confermato anche dalla debolezza dell'indicatore EuroCOIN (fig. B4).

In questo contesto, l'inflazione dell'area è generalmente prevista in diminuzione nel 2005, con un tasso medio annuo inferiore al 2 per cento; nel 2006 si dovrebbe registrare un'ulteriore, lieve riduzione. Queste dinamiche scontano un andamento favorevole dei costi interni nei maggiori paesi dell'area e quotazioni del petrolio sostanzialmente stabili.

Dalla seconda metà del 2003 in Italia la debolezza dell'attività economica si è accentuata; il divario di crescita rispetto all'area dell'euro si è ampliato dalla fine dell'anno passato. Dopo la flessione nel quarto trimestre del 2004, il PIL è nuovamente calato nel primo trimestre dell'anno in corso (-0,4 e -0,5 per cento rispetto al periodo precedente, rispettivamente), a fronte di una crescita registrata nella media dell'area pari allo 0,2 e allo 0,5

per cento. Nel secondo trimestre gli indicatori disponibili non prospettano una ripresa: nel bimestre aprile-maggio, secondo le stime basate sui consumi di elettricità, l'indice della produzione industriale avrebbe oscillato attorno ai valori, depressi, del primo trimestre.

Fig. B4



Fonte: Center for Economic Policy Research (www.cepr.org). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Gli andamenti recenti dell'economia italiana hanno indotto una revisione al ribasso delle stime delle principali istituzioni internazionali. Sebbene più prudenti di quelle formulate alla fine del 2004, esse implicano tuttavia per i restanti trimestri dell'anno un'accelerazione dell'attività difficilmente conseguibile senza una decisa, pronta ripresa dei consumi e degli investimenti.

In presenza di ampi margini di capacità inutilizzata, il ristagno dell'attività produttiva e il diffuso pessimismo sulla sua evoluzione rendono le imprese poco propense a espandere gli acquisti di beni capitale nonostante i buoni profitti e le condizioni finanziarie favorevoli. I piani di investimento delle imprese dell'industria e dei servizi rilevati nei primi mesi dell'anno dalla consueta indagine annuale condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, dopo la contrazione nel 2004, prospetterebbero un ulteriore calo dell'accumulazione, concentrato nelle imprese di dimensione medio-piccola e nelle regioni meridionali (cfr. il capitolo: *La domanda*). Anche le imprese del settore delle costruzioni, secondo l'apposita indagine condotta dalle Filiali della Banca d'Italia, si attendono un rallentamento dell'attività nel 2005 su cui inciderebbe una flessione della produzione di opere pubbliche.

LA DOMANDA

Dall'inizio del decennio la crescita del prodotto nell'insieme dell'area (1,3 per cento annuo; 2,6 nella seconda metà degli anni novanta) ha risentito dell'attenuarsi dello stimolo impresso dalle vendite all'estero, che è diventato appena superiore all'effetto frenante delle importazioni. Vi si è aggiunto il più debole andamento della domanda interna, su cui ha inciso il ridimensionamento dell'accumulazione e la modesta dinamica dei consumi. Tra il 2000 e il 2004 il rallentamento dell'espansione produttiva è stato particolarmente accentuato in Germania e in Italia, su ritmi medi pari rispettivamente allo 0,7 e allo 0,9 per cento, meno della metà nel confronto con l'ultimo quinquennio degli anni novanta (2,0 e 1,9 per cento). L'andamento dell'economia tedesca risente della debolezza della domanda interna, acuita dalla crisi strutturale del settore delle costruzioni; sull'economia italiana pesa il progressivo peggioramento della capacità competitiva, in connessione con lo sfavorevole andamento della produttività. Le nostre esportazioni, dopo essere cresciute del 4,8 per cento all'anno tra il 1996 e il 2000, beneficiando degli effetti ritardati del deprezzamento del cambio, dagli inizi del decennio sono rimaste, in media, pressoché invariate. Nel 2004 ai segnali di ripresa nel secondo e nel terzo trimestre è seguita una nuova diminuzione nel quarto. Sulla base delle informazioni disponibili, il calo delle nostre vendite all'estero si è protratto nei primi mesi del 2005, contribuendo alla flessione del prodotto.

L'area dell'euro

I consumi delle famiglie

Nel 2004 la spesa delle famiglie nell'area dell'euro ha continuato a crescere a un ritmo appena superiore all'1 per cento, in linea con il modesto incremento registrato in media dagli inizi del decennio.

L'andamento è stato particolarmente sfavorevole in Germania, dove i consumi sono tornati a diminuire dopo il temporaneo recupero nell'anno precedente. Vi hanno contribuito il persistere dell'incertezza circa gli effetti delle riforme strutturali sulle prospettive economiche delle famiglie e il ristagno del reddito disponibile, che ha risentito della stazionarietà delle retribuzioni unitarie a fronte di un primo, lieve recupero del numero degli occupati.

Il clima di fiducia dei consumatori nell'area, dopo il peggioramento nel corso del primo semestre, ha recuperato la moderata tendenza positiva avviatasi nella primavera del 2003. A fronte del persistente pessimismo in Italia e in Germania, dove i giudizi hanno mostrato ampie oscillazioni con l'acuirsi dell'incertezza circa le prospettive del mercato del lavoro, in Francia la fiducia si è riportata in autunno sui livelli più elevati dell'ultimo biennio. Dagli inizi di quest'anno le valutazioni dei consumatori sono tuttavia tornate a indebolirsi in tutti i principali paesi.

Dopo il ristagno nel secondo e nel terzo trimestre, solo nell'ultimo i consumi hanno ripreso ad aumentare, principalmente riflettendo il forte rialzo in Francia (4,4 per cento in ragione d'anno, riconducibile per un quinto agli incentivi fiscali temporanei ai fini del prelievo dei risparmi accumulati presso le imprese).

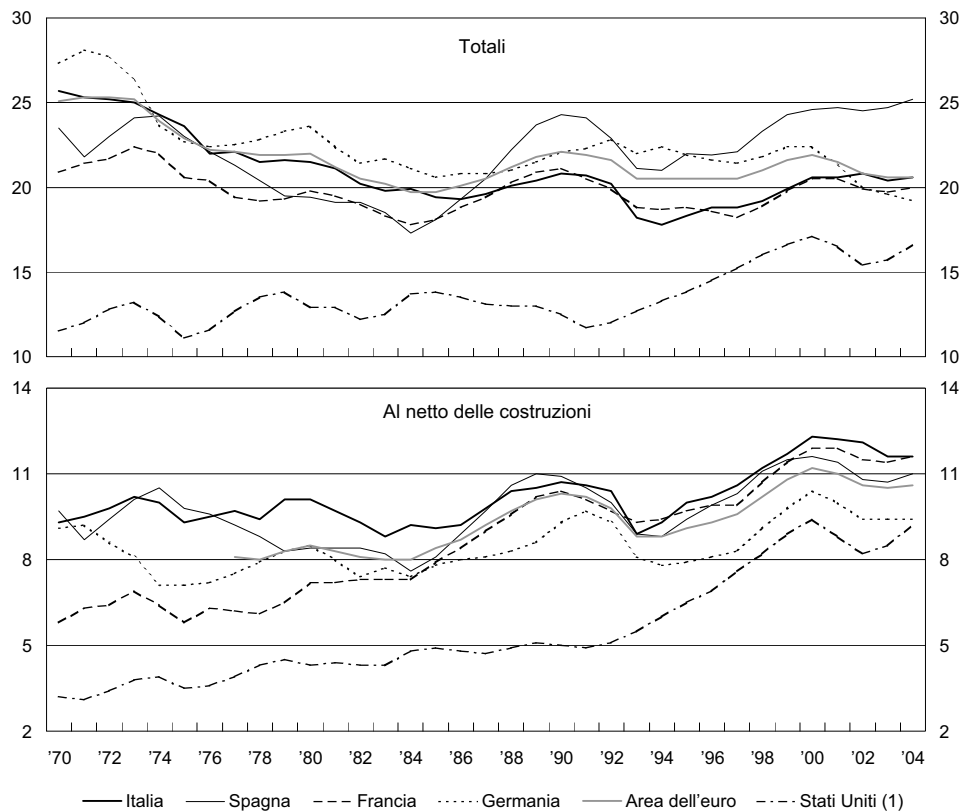
In Germania nella media dell'ultimo triennio i consumi delle famiglie hanno ristagnato in presenza del modesto sviluppo del reddito disponibile (0,4 per cento all'anno in termini reali). La prolungata incertezza connessa con la riforma del sistema di sicurezza sociale può avere contribuito a innalzare la propensione al risparmio, dal 9,2 per cento del 2001 al 10,6 del 2004. In Francia la dinamica dei consumi (1,9 per cento annuo nel triennio) ha tratto sostegno dalla crescita del potere di acquisto (1,7 per cento), favorita dall'andamento del mercato del lavoro e dalle misure di sostegno della spesa adottate nell'ultimo biennio; secondo stime della Banque de France, anche la progressiva rivalutazione della ricchezza immobiliare avrebbe fornito un importante impulso alla domanda delle famiglie. Ne è derivata una graduale diminuzione della propensione al risparmio, al 15,4 per cento nel 2004 dal valore del 16,8 toccato nel 2002.

Gli investimenti

Nel 2004 nell'insieme dell'area gli investimenti fissi lordi sono tornati ad aumentare (2,1 per cento), recuperando metà del calo del triennio precedente. Il rialzo è stato assai più contenuto nel comparto delle costruzioni, che ha risentito di una nuova contrazione in Germania. Oltre che dal permanere di favorevoli condizioni di finanziamento, la spesa delle imprese dell'area è stata stimolata dal restringersi dei margini di capacità produttiva inutilizzata, scesi nella media dello scorso anno sui livelli più bassi dal 2001. La propensione all'investimento, approssimata dal rapporto tra l'accumulazione e il prodotto interno, è rimasta sui valori minimi dell'ultimo decennio, appena superiori al 20 per cento (fig. B5). Ha pesato l'incertezza circa il consolidamento della ripresa della domanda. Nel corso del 2004 le aspettative a breve termine delle imprese industriali hanno mostrato ampie oscillazioni, segnando poi un deciso peggioramento agli inizi del 2005.

Fig. B5

**INCIDENZA DEGLI INVESTIMENTI FISSI LORDI SUL PIL
NEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI**
(a prezzi costanti; dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE ed Eurostat. I dati relativi all'area dell'euro non recepiscono le recenti revisioni apportate ai conti nazionali di Francia, Germania e Spagna.

(1) Settore privato.

L'aumento dell'accumulazione in Francia (2,5 per cento) è stato spinto dalla favorevole dinamica della domanda interna, che nella media dell'anno è cresciuta a un ritmo appena inferiore al picco toccato nel 2000. Anche in Spagna gli investimenti hanno tratto impulso dalla prolungata fase espansiva dei consumi, privati e pubblici. In Germania sono invece diminuiti per il quarto anno consecutivo, nonostante il modesto recupero degli acquisti di beni strumentali; la spesa in costruzioni non residenziali è di nuovo caduta del 4 per cento (di oltre il 30 in dieci anni).

Sulla base delle inchieste condotte lo scorso autunno dalla Commissione europea, nel 2004 la quota degli investimenti destinati all'ampliamento della capacità produttiva è rimasta pressoché invariata nell'area dell'euro come in Francia; è invece scesa per il quarto anno consecutivo in Germania e in Italia, soprattutto a favore di una maggiore spesa destinata alla razionalizzazione dei processi.

Dopo una lieve diminuzione nel primo trimestre, nell'insieme dell'area l'accumulazione è cresciuta a un ritmo pressoché uniforme nel resto del 2004, intorno al 2 per cento in ragione d'anno. A differenza della Francia, dove si è registrato un temporaneo calo solo nel terzo trimestre, in Germania la debolezza degli investimenti si è protratta per l'intero periodo, se si esclude il rialzo nei mesi estivi; in Italia all'espansione nel primo semestre è seguita una flessione nel secondo.

Secondo un'analisi condotta presso il Servizio Studi insieme con ricercatori della Bundesbank e della Banque de France, tra il 2000 e il 2003 i tre principali paesi dell'area dell'euro hanno registrato un arretramento delle condizioni di efficienza tecnico-organizzativa, approssimato dal calo della produttività totale dei fattori. Mentre in Francia la diminuzione (-0,1 per cento all'anno) segue una sostenuta accelerazione tra il 1995 e il 2000 (1,2 per cento), in Germania (-0,1 per cento) e, soprattutto, in Italia (-0,8 per cento) si accentua il rallentamento avviatosi dalla metà dello scorso decennio.

A fronte di una sostanziale stabilità del contributo del fattore capitale, di poco inferiore al punto percentuale nei tre paesi, nel periodo 2001-03 la minore crescita del PIL in Germania, in Francia e in Italia (0,4, 1,2 e 0,8 per cento, rispettivamente, contro il 2,0, 2,8 e 1,9 del quinquennio precedente) riflette, oltreché il calo della produttività totale, un diverso impiego dell'input di lavoro. In Germania la dinamica dell'occupazione ha frenato lo sviluppo del prodotto per circa 0,3 punti (lo aveva sostenuto per 0,5 nel periodo 1996-2000); in Francia ha continuato a fornire un contributo positivo (0,5 punti, da 0,9 nella media dei cinque anni precedenti), mentre in Italia l'apporto è aumentato, salendo a 1,0 punti grazie alla moderazione salariale e alla maggiore flessibilità nelle forme di impiego.

La variazione delle scorte e degli oggetti di valore, che nei conti nazionali include le discrepanze statistiche, ha contribuito per poco meno della metà alla crescita del prodotto in Francia; l'apporto è stato lievemente negativo in Italia, trascurabile in Germania.

Le esportazioni e le importazioni

Nel 2004 le esportazioni di beni e servizi del complesso dell'area – inclusi i flussi tra i paesi membri – sono cresciute del 6,3 per cento, sospinte dalla forte accelerazione segnata in Germania. La ripresa ha interessato anche gli altri principali paesi dell'area, ma a ritmi più modesti. Sulla base degli indici del commercio estero, il volume delle vendite di beni verso i paesi esterni all'area è aumentato dell'8,4 per cento (1 per cento nel 2003). Gli effetti sfavorevoli dell'apprezzamento dell'euro sono stati in parte compensati dal sostenuto incremento della domanda sui principali mercati di sbocco, stimabile intorno al 10 per cento. La quota dell'area nel suo complesso sul mercato mondiale ha continuato a diminuire. Nel 2004 è scesa al 18,2 per cento a prezzi costanti (era pari a 19,8 nel 2001), riflettendo la perdita di

competitività causata dal divario di produttività rispetto agli Stati Uniti e ai paesi emergenti, oltretutto dall'andamento del cambio. Nella seconda metà del 2004 l'indebolirsi della domanda ha gradualmente frenato il ritmo delle esportazioni, dal 13 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre sino a poco più dell'1 nel quarto. Il peggioramento è stato più intenso in Italia, dove le vendite all'estero sono tornate a calare alla fine dell'anno.

Nell'insieme dell'area le importazioni di beni e servizi, inclusi i flussi tra i paesi membri, sono aumentate nel 2004 del 6,5 per cento a prezzi costanti; l'incremento degli acquisti di beni dall'esterno dell'area è stato del 6,0 per cento (3,7 nel 2003). Vi hanno contribuito, oltre all'apprezzamento dell'euro, la ripresa della domanda nazionale e quella delle stesse esportazioni, che presentano un elevato contenuto di prodotti importati in un contesto di crescente integrazione internazionale dei processi produttivi. Gli acquisti dall'estero hanno segnato un incremento particolarmente elevato in Francia e in Spagna, dove hanno più che compensato lo stimolo sul prodotto impresso dalle esportazioni. Nel resto dell'area la domanda estera netta è tornata a fornire un apporto positivo alla crescita, per oltre un punto percentuale in Germania, in misura trascurabile in Italia.

In Germania la struttura delle esportazioni è orientata verso i settori della chimica, della meccanica, degli apparecchi elettrici e, soprattutto, dei mezzi di trasporto, che da soli nel 2003 incidono per oltre un quarto sul totale delle vendite; negli stessi settori si concentrano anche le importazioni, con una prevalenza degli apparecchi elettrici. Tra il 1990 e il 2003 la correlazione tra la composizione settoriale delle esportazioni e quella delle importazioni tedesche è aumentata; in particolare, la contestuale crescita della specializzazione dei flussi di interscambio nel settore degli autoveicoli, che include anche le parti e gli accessori, conferma lo spostamento verso paesi terzi di fasi intermedie della produzione. La Francia presenta una specializzazione settoriale delle esportazioni e delle importazioni analoga a quella tedesca. La corrispondenza nella ripartizione per settore dei due flussi, più elevata rispetto alla Germania, è rimasta invariata dal 1990.

L'economia italiana

I consumi delle famiglie

Nel 2004 la spesa delle famiglie italiane è aumentata dell'1 per cento a prezzi costanti (1,4 nel 2003); dall'inizio del decennio l'incremento medio annuo è stato pari allo 0,9 per cento. Escludendo il forte calo della spesa all'estero delle famiglie residenti (-6,8 per cento) e includendo il lieve aumento di quella in Italia da parte di non residenti (1,0 per cento), nello scorso anno la dinamica dei consumi interni si è mantenuta sostanzialmente invariata rispetto al 2003 (1,2 per cento; tav. B3).

SPESA DELLE FAMIGLIE ITALIANE
(a prezzi 1995; variazioni percentuali)

	Peso % nel 1995	Peso % nel 2004	2001	2002	2003	2004
Beni non durevoli	46,2	42,6	0,1	-0,1	0,8	-0,8
di cui: <i>alimentari e bevande</i>	17,6	15,8	0,2	0,9	1,3	-0,4
<i>vestiario e calzature</i>	9,6	8,9	-0,2	-1,3	-1,6	0,1
Beni durevoli	9,9	12,6	-0,7	-1,7	1,3	8,0
di cui: <i>mobili e riparazioni</i>	4,0	3,6	-1,4	-4,7	1,5	-1,5
<i>elettrodomestici e riparazioni</i>	1,3	1,5	0,7	3,9	7,0	2,9
<i>apparecchi TV, fotografici, computer</i> <i>e Hi-Fi</i>	0,9	1,4	6,4	2,6	4,2	3,4
<i>mezzi di trasporto</i>	3,1	3,9	-3,2	0,3	-3,2	6,2
Servizi	43,9	44,8	1,6	0,6	1,3	1,3
di cui: <i>alberghi e ristoranti</i>	8,7	9,0	2,5	-0,8	-0,3	-0,8
<i>comunicazioni</i>	2,1	5,0	4,6	3,1	6,0	19,1
<i>servizi ricreativi e culturali</i>	2,3	2,8	-0,7	0,5	-0,5	7,6
<i>servizi sanitari</i>	3,1	3,0	-1,0	1,9	2,4	-0,2
Totale spesa interna ...	100,0	100,0	0,7	..	1,1	1,2
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	(1)	-5,6	7,1	5,1	-6,8
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	(1)	-5,5	-5,3	-4,6	1,0
Totale spesa nazionale ...	-	-	0,8	0,4	1,4	1,0
<i>Per memoria:</i>						
Deflatore della spesa nazionale	-	-	2,8	3,1	2,5	2,2

Fonte: Istat, *Conti nazionali*.

(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 1995 rispettivamente al 2,3 e al 4,4 per cento, nel 2004 rispettivamente al 2,4 e al 3,6 per cento del totale della spesa interna.

Tra i principali comparti, gli acquisti di beni durevoli hanno fornito il maggiore contributo alla crescita complessiva dei consumi, per la prima volta dal 1997, quando era in vigore il primo schema di incentivi per la rottamazione degli autoveicoli. La domanda di mezzi di trasporto ha segnato un deciso rialzo, riportandosi sui livelli dell'inizio del decennio; vi si è aggiunta la prolungata espansione degli acquisti di beni a più elevato contenuto tecnologico (come computer, telefoni cellulari e apparecchi fotografici), in atto dal 1994 al ritmo medio del 7,7 per cento all'anno, per i quali è più bassa l'offerta dei produttori nazionali (cfr. il capitolo: *L'offerta interna*). La spesa per servizi di comunicazione ha accelerato dal 6 al 19 per cento; vi si è contrapposta la diminuzione di quasi un punto percentuale degli acquisti di beni non durevoli, per un quarto determinata da quelli alimentari.

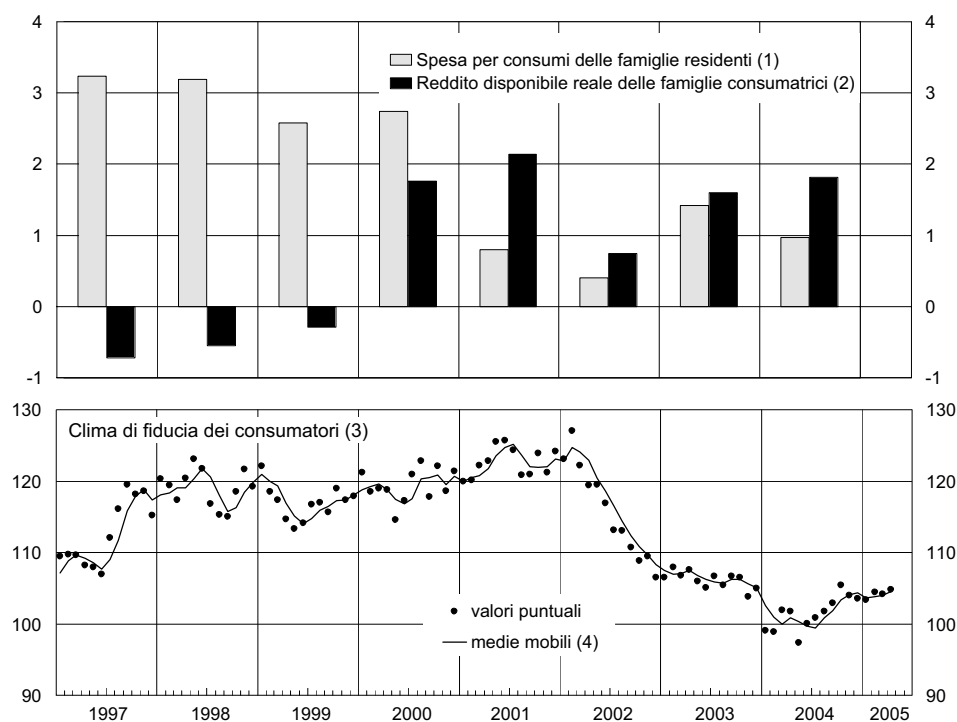
Sulla base delle indagini biennali sui bilanci delle famiglie italiane condotte dalla Banca d'Italia, dalla metà degli anni novanta la quota delle famiglie proprietarie dell'alloggio di residenza è salita di cinque punti, portandosi al di sopra del 70 per cento nel 2002, di cui quasi i tre quarti attraverso l'accensione di un mutuo. Per le famiglie al di sotto del secondo quintile nella distribuzione del reddito, la quota dei nuclei proprietari si è invece ridotta a fronte di un aumen-

to di quelli in affitto. I canoni effettivi di locazione sono cresciuti in misura accentuata per tutte le tipologie di famiglie, salendo in media dal 18 al 22 per cento del reddito disponibile.

La domanda delle famiglie è stata frenata dall'incertezza circa le prospettive della situazione economica generale e personale. Secondo le indagini dell'ISAE, nella prima metà del 2004 il clima di fiducia ha accentuato la tendenza negativa avviatasi due anni prima, portandosi sui livelli minimi dell'ultimo decennio anni (fig. B6). Il peggioramento delle prospettive è risultato particolarmente evidente riguardo all'andamento del mercato del lavoro e alle possibilità di risparmio. Dopo la temporanea ripresa nei mesi estivi, dallo scorso ottobre la fiducia dei consumatori si è stabilizzata, pur con oscillazioni, sui modesti livelli raggiunti alla fine del 2003.

Fig. B6

CONSUMI, REDDITO REALE E CLIMA DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI IN ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(1) A prezzi 1995; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Variazioni percentuali sull'anno precedente del reddito lordo disponibile, diviso per il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 1980=100; dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Nel 2004 il reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici è aumentato del 4,1 per cento a prezzi correnti, come nell'anno precedente; riflettendo il calo dell'inflazione, in termini reali ha registrato una lieve accelerazione, dall'1,6 all'1,8 per cento (tav. B4). Includendo l'erosione del potere di acquisto delle attività finanziarie nette, il reddito disponibile a prezzi costanti ha invece rallentato, dal 2,2 all'1,9 per cento.

**REDDITO LORDO DISPONIBILE
E PROPENSIONE AL RISPARMIO IN ITALIA**
(a prezzi correnti; salvo diversa indicazione)

Voci	2001	2002	2003	2004
<i>Variazioni percentuali</i>				
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	5,7	4,3	4,0	3,6
<i>Redditi da lavoro dipendente per unità standard</i>	3,3	2,4	3,7	3,0
<i>Contributi sociali totali (1)</i>	0,3	0,1	-0,2	0,1
<i>Unità standard di lavoro dipendente</i>	2,1	1,8	0,5	0,5
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	5,5	2,3	4,2	5,8
<i>Redditi da lavoro autonomo per unità standard</i>	4,3	2,8	4,0	4,3
<i>Contributi sociali (1)</i>	0,6	-0,6	..	..
<i>Unità standard di lavoro indipendente</i>	0,5	..	0,2	1,5
Redditi netti da proprietà (3)	2,5	0,3	1,3	3,8
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	3,3	6,4	4,8	3,2
di cui: <i>prestazioni sociali nette</i>	3,8	6,0	5,0	4,2
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (-)	1,4	1,1	0,9	3,6
Reddito lordo disponibile delle famiglie (4)	5,0	3,9	4,1	4,1
a prezzi 1995 (5)	2,1	0,7	1,6	1,8
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione attesa (6)	1,8	0,8	2,2	1,9
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione passata (7)	2,3	..	2,4	2,5
Reddito lordo disponibile del settore privato	4,3	3,4	4,0	3,7
a prezzi 1995 (5)	1,5	0,3	1,5	1,5
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione attesa (6)	1,3	0,2	1,9	1,3
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione passata (7)	1,7	-0,4	2,1	1,9
<i>Rapporti percentuali</i>				
Propensione media al risparmio delle famiglie (4) (8)	12,4	12,7	12,8	13,6
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	9,6	10,0	10,6	11,4
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	9,7	9,3	10,2	11,5
Propensione media al risparmio del settore privato (8)	24,0	24,0	24,0	24,4
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	24,6	24,6	24,5	24,9
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	24,6	24,7	24,6	24,9
Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.				
(1) Contributo in punti percentuali alla variazione dei redditi netti derivante dagli oneri sociali a carico dei lavoratori e, per i dipendenti, dei datori di lavoro; valori negativi corrispondono ad aumenti dell'incidenza degli oneri. - (2) Redditi misti e redditi prelevati dai membri delle quasi-società. - (3) Risultato lordo di gestione (essenzialmente affitti effettivi e imputati), rendite nette dei terreni e dei beni immateriali, interessi effettivi netti, dividendi e altri utili distribuiti dalle società. - (4) Famiglie consumatrici. - (5) Deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. - (6) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite attese da inflazione sulle attività finanziarie nette (stimate sulla base dei risultati dell'indagine <i>Consensus Forecasts</i>), deflazionato col deflatore dei consumi delle famiglie residenti. - (7) Reddito lordo disponibile al netto delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette calcolate ex post, deflazionato col deflatore delle famiglie residenti. - (8) Rapporto tra il risparmio, al lordo degli ammortamenti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, e il reddito lordo disponibile del settore.				

L'apporto fornito dai redditi da lavoro dipendente è sceso di quasi mezzo punto a prezzi correnti, al 2,2 per cento, per il rallentamento di quelli unitari (3,0 per cento; 3,7 nel 2003). L'accelerazione dei redditi da lavoro autonomo (dal 4,2 al 5,8 per cento), avviatasi nel 2002, è stata invece in larga parte sostenuta dall'aumento delle unità di lavoro indipendente (1,5 per cento).

I redditi netti da proprietà sono cresciuti del 3,8 per cento. Vi hanno contribuito i rilevanti incrementi del risultato lordo di gestione (6,4 per cento, come in media nel triennio precedente) e, in misura minore, dei dividendi e degli altri utili distribuiti dalle società, che hanno accelerato al 3,6 per cento. È proseguita la flessione degli interessi netti affluiti alle famiglie (-5,9 per cento): al calo di quelli attivi (-3,6 per cento) è corrisposto l'aumento degli interessi passivi (2,3 per cento), in connessione con l'accresciuto indebitamento per l'acquisto dell'abitazione e di beni di consumo.

L'azione delle Amministrazioni pubbliche ha frenato la crescita del reddito disponibile nominale delle famiglie per due decimi di punto: l'incremento delle prestazioni sociali (4,2 per cento) ha compensato solo in parte quello dei contributi sociali (3,7 per cento) e delle imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (3,6 per cento; 0,9 nel 2003, in corrispondenza dell'introduzione del primo modulo della riforma delle aliquote di imposta). L'incidenza di queste ultime sul reddito si è mantenuta sostanzialmente invariata, pari al 13,9 per cento (14,0 nel 2003; 15,2 nel 2000).

La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici, in calo dal 1985 al 2000, è aumentata per la quarta volta consecutiva, salendo al 13,6 dal 12,8 per cento (era pari all'11,2 nel 2000). Misurata con riferimento al reddito corretto per l'erosione monetaria attesa, la propensione è aumentata dal 10,6 all'11,4 per cento (8,8 nel 2000). La rilevante formazione di risparmio, pari nel 2004 a 126 miliardi di euro a prezzi correnti e al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione (115 nel 2003), ha sostenuto l'accumulazione di ricchezza, immobiliare e finanziaria; alla fine dell'anno il suo ammontare è stimabile nell'ordine di 9,5 in rapporto al reddito disponibile delle famiglie (9 nel 2003, 8 nel 2000).

Il reddito lordo disponibile a prezzi correnti del settore privato (famiglie e imprese) ha rallentato dal 4,0 al 3,7 per cento, riflettendo il minore apporto degli utili non distribuiti dalle imprese; a prezzi costanti, l'incremento è stato analogo a quello del 2003 (1,5 per cento). La propensione al risparmio del settore è salita al 24,4 per cento, dopo essersi stabilizzata al 24,0 nei tre anni precedenti; per l'intera economia, la propensione è aumentata in misura più marcata, dal 19,9 al 19,6 per cento (tav. B5): la formazione di risparmio da parte delle Amministrazioni pubbliche, che era stata negativa nel 2003, si è sostanzialmente annullata in rapporto al reddito nazionale.

RISPARMIO E INVESTIMENTI LORDI IN ITALIA*(quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)*

Voci	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 1995-2004	2001	2002	2003	2004
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,4	-3,3	-0,3	1,0	0,7	-0,5	..
Risparmio del settore privato	28,8	24,1	21,0	19,2	19,2	19,4	19,6
di cui: famiglie consumatrici	22,4	14,0	10,5	8,5	8,8	9,0	9,5
Risparmio nazionale lordo	22,4	20,7	20,7	20,2	19,9	18,9	19,6
Investimenti lordi	23,3	19,9	19,8	19,9	20,2	19,7	20,1
<i>Per memoria:</i>							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo ...	-0,9	0,8	1,0	0,3	-0,3	-0,9	-0,4

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

Gli investimenti

Nel 2004 gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,1 per cento, recuperando la flessione dell'anno precedente (tav. B6). All'intensificarsi dell'accumulazione nel comparto delle costruzioni (3,1 per cento) si è contrapposta la prolungata debolezza delle altre componenti. Dopo il forte ridimensionamento nel 2003, gli acquisti di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto sono aumentati a un ritmo modesto (1,3 per cento). L'incremento nel comparto ha interessato il primo semestre; nel secondo la spesa delle imprese ha segnato una nuova contrazione, pari al 6,6 per cento in ragione d'anno (-16,6 per cento per i mezzi di trasporto). Nel complesso del 2004, l'incidenza degli investimenti diversi dalle costruzioni sul prodotto è rimasta pressoché invariata (all'11,6 per cento), mentre si è leggermente accresciuta (al 20,6 per cento) quella dell'accumulazione totale, riportandosi intorno ai livelli della fine degli anni ottanta (fig. B5).

Al netto del deprezzamento del capitale, gli investimenti fissi sono lievemente aumentati, per la prima volta in quattro anni (0,7 per cento; tav. B6), rimanendo tuttavia inferiori di oltre il 10 per cento rispetto agli inizi del decennio. Da allora il peso degli ammortamenti sull'accumulazione complessiva è salito di cinque punti, al 71,4 per cento nel 2004, anche in connessione con il più diffuso impiego di beni capitale afferenti alle nuove tecnologie digitali, caratterizzati da un più rapido deprezzamento.

Nel corso dell'anno l'attività di investimento ha risentito dell'indebolirsi delle condizioni della domanda nelle valutazioni delle imprese industriali. Secondo le rilevazioni dell'ISAE, i giudizi sull'andamento degli ordini, che sino all'estate avevano manifestato un crescente ottimismo, sono

diventati assai più prudenti nei mesi successivi, soprattutto per il rapido peggioramento della componente estera; si sono nel contempo accresciute le giacenze di prodotti finiti. Il clima di fiducia, dopo il netto recupero segnato nella prima metà del 2004, ha ripreso una tendenza negativa, che si è accentuata nel corso dei primi mesi di quest'anno.

Tav. B6

INVESTIMENTI FISSI IN ITALIA
(a prezzi 1995; valori percentuali)

Voci	Composizione % nel 2004	Variazioni			Quote del PIL (1)		
		2002	2003	2004	2002	2003	2004
Costruzioni	43,7	3,2	1,7	3,1	8,7	8,8	9,0
abitazioni	24,1	4,4	2,8	3,0	4,8	4,9	5,0
altre costruzioni	19,6	1,9	0,3	3,2	3,9	3,9	4,0
Macchine e attrezzature	40,6	-0,2	-4,2	2,7	8,6	8,2	8,3
Mezzi di trasporto	11,3	-0,4	-6,1	-2,9	2,6	2,4	2,3
Beni immateriali	4,4	0,3	0,8	-0,8	0,9	0,9	0,9
Totale investimenti fissi lordi	100	1,2	-1,8	2,1	20,8	20,4	20,6
Totale escluse le abitazioni	–	0,3	-3,1	1,8	16,0	15,5	15,6
Totale escluse le costruzioni	–	-0,2	-4,2	1,3	12,1	11,6	11,6
Totale investimenti fissi netti (2) .	–	-2,3	-11,1	0,7	6,7	5,9	5,9

Fonte: Istat, *Conti nazionali*.
(1) Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. – (2) Al netto degli ammortamenti.

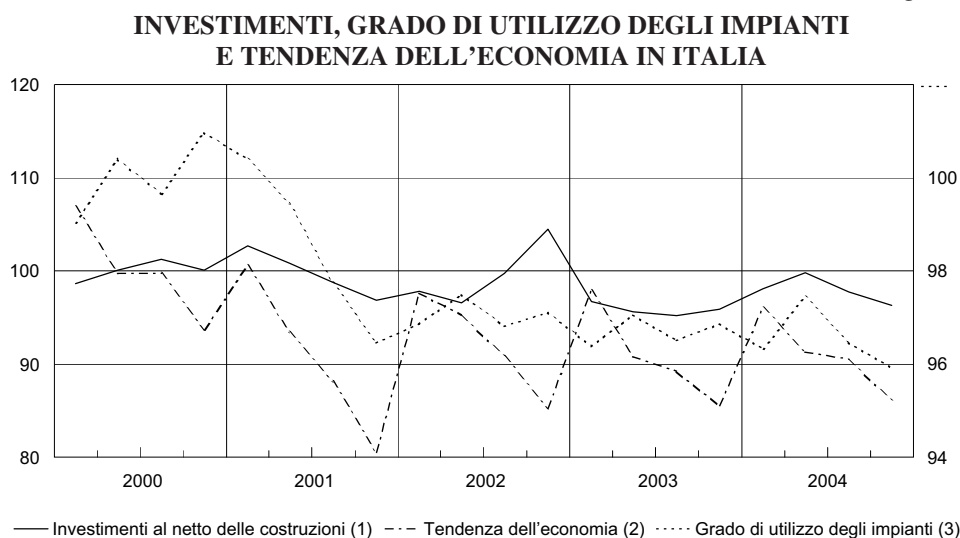
Anche il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria, dopo il moderato rialzo nel primo semestre, si è riportato sui bassi livelli toccati alla fine del 2002 (fig. B7). Il quadro è diventato particolarmente negativo per i settori che esportano una quota rilevante del fatturato, che già nel 2003 avevano registrato un brusco calo nell'impiego della capacità installata.

L'attenuarsi delle attese di domanda ha contrastato l'impulso sull'accumulazione di beni strumentali derivante dal miglioramento delle condizioni di finanziamento, in presenza del permanere di un basso costo del denaro e della ripresa della redditività operativa delle imprese (cfr. il capitolo della sezione D: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

Nel 2004 l'espansione degli investimenti in costruzioni si è rafforzata, estendendosi al comparto non residenziale (tav. B6). Vi hanno in larga misura contribuito le opere del Genio civile; dopo la sostanziale staziona-

rietà nell'anno precedente, queste sono cresciute dell'1,6 per cento a prezzi costanti, riflettendo soprattutto la ripresa dei lavori realizzati dal settore pubblico.

Fig. B7



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(1) Valori a prezzi costanti. Indici: 2000=100. – (2) Media dei saldi destagionalizzati tra le percentuali di risposte positive (“in aumento”) e negative (“in diminuzione”) al quesito sulla tendenza della produzione a 3-4 mesi nell’inchiesta ISAE presso le imprese industriali. Indici: 2000=100. – (3) Media aritmetica degli indicatori Banca d’Italia (Wharton) e ISAE per l’industria. Indici 2000=100. Scala di destra.

Secondo la rilevazione semestrale condotta dalle Filiali della Banca d’Italia tra febbraio e marzo di quest’anno su un campione di 485 imprese edili, nel 2004 la produzione nel comparto delle opere pubbliche ha segnato un netto rallentamento (da oltre il 5 a circa l’1,5 per cento a prezzi costanti), registrando un sostanziale ristagno nel secondo semestre. Nel complesso dell’anno l’incremento riflette prevalentemente l’avanzamento di lavori pregressi, mentre l’incidenza dei nuovi sul totale dell’attività ha continuato a scendere (da circa il 27 al 23 per cento). Per le grandi opere previste dalla Legge Obiettivo (legge 21 dicembre 2001, n. 443) permane elevato il ritardo nell’avvio della fase esecutiva. Nonostante che il volume di produzione già realizzato con forme di partenariato tra pubblico e privato sia modesto, la loro incidenza ha registrato un netto aumento sul totale degli appalti assegnati dalla metà dello scorso anno.

Gli investimenti nell’edilizia residenziale hanno continuato ad aumentare con un ritmo sostenuto (3 per cento), segnando un incremento del 20 per cento nel complesso degli ultimi sei anni. Vi hanno concorso sia la costruzione di nuove abitazioni, sia le opere di ristrutturazione e manutenzione straordinaria, favorite da un’ulteriore proroga delle agevolazioni fiscali introdotte nel 1997. Pur sospinta dalle vantaggiose condizioni per l’accensione di mutui ipotecari, la domanda sul mercato immobiliare ha mostrato segni di rallentamento. Il numero di contratti di compravendita, dopo il picco toccato nel 2002 a seguito della crescita assai sostenuta avviata nel 1996, ha registrato nell’ultimo biennio un aumento annuo stimabile nell’ordine del 2,5 per cento. Nella media del 2004 l’incremento delle quo-

tazioni immobiliari si è ridotto di due punti, scendendo al 6,3 per cento al netto della variazione dei prezzi al consumo (tav. B7).

Tav. B7

**INDICI DEI PREZZI REALI DELLE ABITAZIONI
NEI CAPOLUOGHI DI REGIONE IN ITALIA (1)**
(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

Voci	Peso % sul totale (2)	2001	2002	2003	2004	Prezzi nominali relativi (3)
Roma	4,22	4,1	12,8	18,2	13,1	1,66
Milano	2,32	14,8	9,2	16,2	9,0	1,76
Torino	1,56	-0,3	7,6	9,1	-4,2	0,79
Napoli	1,33	-0,3	11,6	18,8	-2,9	1,16
Genova	1,12	7,5	18,5	7,8	2,2	0,97
Palermo	0,99	0,1	9,1	-8,0	8,6	0,64
Bologna	0,71	11,0	12,5	12,9	5,6	1,19
Firenze	0,63	23,3	23,4	25,0	6,5	1,35
Venezia	0,47	4,4	10,5	8,4	29,5	1,55
Bari	0,48	3,6	2,5	12,4	1,5	0,78
Trieste	0,41	-2,6	9,7	6,8	5,7	0,72
Cagliari	0,26	2,8	-0,9	11,7	2,5	0,67
Perugia	0,24	1,6	6,0	1,7	14,5	0,72
Ancona	0,17	-2,3	18,2	2,7	5,0	0,80
Trento	0,18	-0,3	9,4	2,9	8,3	0,80
Catanzaro	0,14	8,0	11,3	-2,8	8,5	0,51
L'Aquila	0,12	-4,2	4,2	9,5	8,7	0,59
Potenza	0,10	-5,0	5,2	3,6	9,3	0,56
Campobasso	0,08	1,0	7,7	-2,3	4,7	0,53
Aosta	0,06	0,6	8,1	-6,2	4,9	0,76
Italia	100	4,5	9,6	8,2	6,3	1,0

Fonte: elaborazioni su dati de *Il Consulente Immobiliare*, Istat e Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Indici dei prezzi in euro per mq. ottenuti deflazionando gli indici dei prezzi correnti con i prezzi al consumo in ciascuna località. – (2) Incidenza sul totale delle unità abitative in Italia nel 2004. – (3) Prezzi medi nominali nelle singole città in rapporto alla media nazionale nel 2004; quest'ultima è pari a 3.072 euro per mq.

Secondo i dati definitivi del Censimento del 2001 recentemente diffusi dall'Istat, in dieci anni la distribuzione del patrimonio abitativo sul territorio nazionale si è sostanzialmente modificata: l'incidenza degli immobili localizzati nei capoluoghi di provincia con meno di 250.000 abitanti è aumentata di quasi un punto percentuale, salendo al 12,7 per cento. Per tenere conto di queste variazioni, è stato aggiornato lo schema di ponderazione impiegato presso il Servizio Studi per aggregare le informazioni di base fornite da Il Consulente Immobiliare ai fini dell'elaborazione dell'indice dei prezzi delle case. I nuovi pesi hanno determinato una revisione al ribasso della dinamica delle quotazioni: il ritmo di aumento dal 2000 è ora valutato al 7,3 per cento annuo, al netto della variazione dei prezzi al consumo, da oltre l'8 stimato in precedenza. Nel 2004 l'incremento registrato in Italia (6,3 per cento in termini reali) si conferma al di sopra della media dell'area del-

l'euro (5 per cento), pur largamente inferiore a quelli della Francia e della Spagna (12,4 e 13,8 per cento, rispettivamente); in Germania si è accentuato il calo delle quotazioni immobiliari (-3,7 per cento), che prosegue da un decennio.

In connessione con il forte rialzo dei prezzi delle abitazioni, i canoni di locazione sono tornati ad accelerare nell'ultimo triennio, raggiungendo il ritmo medio annuo del 2,4 per cento sulla base del deflatore della spesa per affitti nei conti nazionali e al netto dell'inflazione al consumo. La dinamica aggregata potrebbe tuttavia risentire della distribuzione per scadenza del totale dei contratti in essere. Al fine di valutare l'intensità delle pressioni al rialzo dei costi delle nuove locazioni, è stato elaborato un apposito indice fondato sulle informazioni rilevate da Il Consulente Immobiliare; ne discende l'indicazione di una correzione al rialzo più ampia per i nuovi contratti, con un incremento dei canoni del 4,6 per cento all'anno, in termini reali, dal 2001.

Le indagini della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti

Secondo le indagini condotte all'inizio dell'anno dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione di 4.200 imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*), nel 2004 gli investimenti fissi lordi nell'industria si sono contratti del 2,4 per cento a prezzi costanti, in contrasto con l'aumento anticipato nei piani rilevati agli inizi dello scorso anno (tav. B8). Al netto della flessione segnata nei settori estrattivi ed energetico, nel comparto manifatturiero la diminuzione è stata più lieve, in linea con i programmi iniziali. Il ridimensionamento dell'accumulazione è stato particolarmente accentuato nel terziario (-4,9 per cento, oltre un punto al di sotto dei programmi), soprattutto nei settori del commercio, alberghi e ristorazione e dei trasporti e comunicazioni.

Sulla base dei conti nazionali gli investimenti fissi lordi al netto dei fabbricati residenziali e delle opere del Genio civile sono aumentati dell'1,8 per cento. Lo scarto con la flessione segnalata dalle indagini è riconducibile all'esclusione dal campione delle imprese con meno di 20 addetti, dei comparti dell'agricoltura, dell'intermediazione monetaria e finanziaria e di quello delle costruzioni. Secondo gli indicatori congiunturali disponibili, gli acquisti di beni capitale delle imprese edili potrebbero aver ecceduto quelli conseguiti nel resto dell'economia: riflettendo l'accelerazione dell'attività produttiva, il clima di fiducia nel comparto ha manifestato nella prima metà dell'anno un miglioramento più netto di quello registrato dalle altre imprese; anche il ripiegamento successivo è stato meno accentuato.

Nel terziario gli investimenti sono nettamente diminuiti tra le imprese di ogni classe dimensionale, mentre nella manifattura sono aumentati nelle unità con 200 addetti e oltre, segnando un calo contenuto, assai inferiore ai piani, in quelle di più piccole dimensioni (tav. B8).

**INVESTIMENTI FISSI LORDI DELLE IMPRESE SECONDO LE INDAGINI
DELLA BANCA D'ITALIA, PER CLASSE DIMENSIONALE,
GRADO DI UTILIZZO E VARIAZIONE DEL FATTURATO**
(variazioni percentuali a prezzi 2004, salvo diversa indicazione) (1)

Voci	Totale	Numero di addetti				Utilizzo della capacità produttiva (2) (3)		Variazione del fatturato (2)	
		da 20 a 49	da 50 a 199	da 200 a 499	500 e oltre	Alto	Basso	Alta	Bassa
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2004	-2,4	-0,9	-7,8	1,9	-1,5	-0,9	-5,1	0,3	-6,8
Tasso di realizzo (4)	95,8	109,3	98,0	101,6	89,3	94,4	90,6	96,0	95,4
Programmi per il 2005	0,2	-12,5	-7,5	-3,7	9,9	3,6	3,7	0,8	-1,1
di cui: <i>manifattura</i>									
<i>Consuntivo per il 2004 ...</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,3</i>	<i>-7,8</i>	<i>2,5</i>	<i>4,1</i>	<i>2,0</i>	<i>-4,6</i>	<i>4,0</i>	<i>-6,8</i>
<i>Tasso di realizzo (4)</i>	<i>99,7</i>	<i>108,6</i>	<i>98,6</i>	<i>101,4</i>	<i>94,3</i>	<i>96,8</i>	<i>95,3</i>	<i>102,5</i>	<i>96,0</i>
<i>Programmi per il 2005 ...</i>	<i>-3,5</i>	<i>-13,7</i>	<i>-8,6</i>	<i>-3,7</i>	<i>7,7</i>	<i>3,0</i>	<i>-2,4</i>	<i>-4,2</i>	<i>-2,5</i>
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2004	-4,9	-5,8	-5,9	-5,5	-3,9	....	....	-3,9	-6,0
Programmi per il 2005	-3,6	-16,1	-9,2	-2,5	1,1	....	....	-0,7	-7,4
Totale									
Consuntivo per il 2004	-3,6	-3,5	-7,0	-1,2	-2,7	-0,9	-5,1	-1,6	-6,4
Programmi per il 2005	-1,6	-14,0	-8,2	-3,2	5,2	3,6	3,7	0,1	-4,4

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

(1) Medie robuste (winsorizzate) ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (*Winsorized Type II Estimator*). Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sopra (alto/alta) o al di sotto (basso/bassa) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi e con riferimento al 2004. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2003 per il 2004. – (5) Servizi privati non finanziari.

La flessione della spesa delle imprese del terziario è stata diffusa su tutto il territorio; vi si è contrapposto l'aumento registrato da quelle industriali con sede amministrativa nel Nord Est (1,4 per cento; tav. B9).

L'accumulazione ha subito un accentuato ridimensionamento nelle imprese manifatturiere che realizzano all'estero parte del proprio fatturato, soprattutto nei settori del tessile, della chimica e della plastica; è invece aumentata con un ritmo sostenuto, superiore ai piani iniziali, in quelle orientate unicamente verso il mercato interno, in particolare nel comparto metalmeccanico.

In presenza di ampi margini inutilizzati della capacità produttiva, nell'industria gli investimenti sono stati frenati da un incremento della do-

manda inferiore alle attese (2,4 per cento contro 3,0), con un divario più accentuato per la componente di origine estera (3,1 per cento contro 4,0). Vi si è aggiunto il persistere di una profonda incertezza nelle valutazioni delle imprese, segnalato dal largo intervallo intorno alle previsioni sull'andamento del fatturato.

Tav. B9

**INVESTIMENTI FISSI LORDI DELLE IMPRESE
SECONDO LE INDAGINI DELLA BANCA D'ITALIA,
PER QUOTA DI FATTURATO ESPORTATO E SEDE AMMINISTRATIVA
(variazioni percentuali a prezzi 2004, salvo diversa indicazione) (1)**

Voci	Totale	Quota di fatturato esportato				Sede amministrativa (2)			
		0	0 - 1/3	1/3 - 2/3	Oltre 2/3	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
Industria in senso stretto									
Consuntivo per il 2004 ...	-2,4	-1,9	-2,1	-3,7	-1,9	-3,2 (-6,5)	1,4 (0,3)	-5,0 (-2,5)	-0,6 (2,0)
Tasso di realizzo (3)	95,8	91,0	100,0	95,9	100,2	96,1	98,9	90,4	100,1
Programmi per il 2005	0,2	4,2	-3,2	4,0	-7,9	1,9 (-1,5)	-2,8 (-3,2)	3,1 (1,6)	-8,9 (6,1)
di cui: <i>manifattura</i>									
<i>Consuntivo per il 2004</i>	-0,9	13,5	-2,2	-3,8	-1,9	-2,3 (-6,7)	2,7 (2,2)	-2,4 (0,3)	-0,6 (8,0)
<i>Tasso di realizzo (3) ...</i>	99,7	106,2	99,9	95,9	100,2	98,2	100,3	103,1	101,5
<i>Programmi per il 2005</i>	-3,5	-14,4	-3,0	4,1	-8,0	0,4 (-2,9)	-5,2 (-6,4)	-10,8 (-11,4)	-10,5 (4,3)
Servizi (4)									
Consuntivo per il 2004 (5)	-4,9	-0,8	-10,3			-8,2 (-6,0)	-2,6 (-4,0)	-1,4 (-5,6)	-0,8 (-2,9)
Programmi per il 2005 (5)	-3,6	-4,8	-0,3			-2,8 (-7,9)	-3,1 (0,4)	-3,0 (4,0)	-10,9 (-6,3)
Totale									
Consuntivo per il 2004 ...	-3,6	-1,3	-6,8	-1,0	-4,3	-5,6 (-6,3)	-0,2 (-1,5)	-3,1 (-4,4)	-0,7 (-0,1)
Programmi per il 2005	-1,6	-0,6	-1,5	-1,2	-8,0	-0,3 (-4,4)	-2,9 (-1,7)	-0,3 (3,0)	-9,8 (0,7)

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Medie robuste (winsorizzate) ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (*Winsorized Type II Estimator*). Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Tra parentesi i dati secondo la localizzazione effettiva. – (3) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2003 per il 2004. – (4) Servizi privati non finanziari. – (5) Per quote di fatturato esportato superiori a 1/3 la numerosità campionaria non consente di ottenere stime significative.

I programmi per il 2005 prefigurano un'ulteriore contrazione della spesa (-3,5 per cento) nel terziario e nella manifattura, solo parzialmente compensata dal recupero nei comparti estrattivo ed energetico. L'accumulazione continuerebbe ad aumentare unicamente per le imprese manifatturiere con più di 500 addetti, sospinta dalle prospettive di accelerazione della domanda dei propri prodotti, soprattutto sui mercati esteri.

Sulla base della ripartizione per sede amministrativa delle aziende, nel terziario il previsto calo degli investimenti riguarderebbe l'intero territorio, riflettendo le attese di un diffuso rallentamento della domanda. I piani di accumulazione appaiono più diversificati nell'industria in senso stretto, con una flessione nelle regioni del Nord Est e, soprattutto, in quelle del Mezzogiorno (tav. B9). Vi si aggiungerebbe una forte contrazione nei programmi delle imprese manifatturiere localizzate nel Centro, come di quelle rivolte esclusivamente al mercato interno.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Dopo essere diminuito del 5,1 per cento nel biennio precedente, nel 2004 il volume delle esportazioni di beni e servizi ha segnato un parziale recupero, con un incremento del 3,2 per cento, contro il 6,8 registrato nel resto dell'area dell'euro (tav. B10). Nel corso dell'anno l'andamento è stato molto irregolare: alla decisa ripresa nel secondo e nel terzo trimestre ha fatto seguito una nuova, pesante contrazione nel quarto. Sulla base delle informazioni disponibili, il calo delle esportazioni è continuato nei primi mesi del 2005.

Tav. B10

ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI DELL'ITALIA (variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

Voci	2002			2003			2004		
	Beni	Servizi	TOTALE	Beni	Servizi	TOTALE	Beni	Servizi	TOTALE
Esportazioni (1)									
A prezzi correnti	-1,6	-1,9	-1,6	-1,6	0,1	-1,2	7,5	5,6	7,1
A prezzi 1995	-2,9	-4,6	-3,2	-2,1	-1,3	-1,9	3,3	2,8	3,2
Deflatori	1,4	2,9	1,7	0,5	1,4	0,7	4,1	2,7	3,8
Importazioni (2)									
A prezzi correnti	-1,2	2,7	-0,3	0,5	-0,3	0,3	8,5	-0,8	6,3
A prezzi 1995	-1,0	1,5	-0,5	0,9	2,6	1,3	3,2	0,2	2,5
Deflatori	-0,2	1,3	0,2	-0,4	-2,8	-1,0	5,1	-1,0	3,7
Esportazioni/Importazioni									
A prezzi correnti (rapporto %) ..	108,2	90,3	103,9	106,0	90,6	102,3	105,1	96,3	103,1
A prezzi 1995 (rapporto %)	108,1	90,6	104,1	105,0	87,1	100,8	105,0	89,4	101,4
Ragioni di scambio (indici: 1995=100)	100,1	99,7	99,9	101,0	104,0	101,5	100,1	107,8	101,7
<i>Contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL reale (3)</i>	-0,5	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,9	..	0,1	0,2

Fonte: Istat, Conti nazionali.

(1) Includono i consumi in Italia dei non residenti. – (2) Includono i consumi all'estero dei residenti. – (3) Punti percentuali.

Nell'ultimo triennio, in connessione con l'accelerazione degli scambi internazionali, il divario di crescita tra le nostre esportazioni e quelle degli altri paesi dell'area è salito a circa dodici punti percentuali. A fronte della sostenuta ripresa dei mercati di sbocco (tav. B11), le vendite di merci italiane sono state frenate dalla progressiva erosione della competitività di prezzo, in un contesto di crescente penetrazione nel mercato mondiale da parte dei paesi emergenti, la cui specializzazione è in parte simile a quella dei nostri esportatori.

Sulla base di una elevata disaggregazione merceologica, le esportazioni di prodotti di qualità superiore a quelli dei paesi emergenti permangono meno rilevanti per l'Italia rispetto a Germania e Francia, mentre sono più importanti quelle di beni di qualità inferiore. Inoltre, la composizione settoriale delle esportazioni italiane mostra un moto assai lento verso i segmenti più dinamici della domanda mondiale, rappresentati dai prodotti con un più elevato contenuto di tecnologia. Dagli inizi degli anni novanta, il peso di queste categorie di beni sul totale delle esportazioni italiane è aumentato di appena un punto percentuale, attestandosi all'11 per cento nel 2003; i corrispondenti valori per Germania e Francia sono, rispettivamente, 19 e 22 per cento, con un aumento di circa 5 punti dal 1991. Includendo anche i prodotti a contenuto medio-alto di tecnologia, la quota sulle esportazioni dell'Italia è pari al 52 per cento, contro valori intorno al 70 per le altre due maggiori economie dell'area.

Sul peggioramento della capacità competitiva delle imprese italiane incide l'arretramento delle condizioni di efficienza nell'industria: la produttività totale dei fattori, dopo il sostanziale ristagno nella seconda metà degli anni novanta, si è ridotta dall'inizio del decennio a un ritmo annuo stimabile nello 0,7 per cento. Misurata sulla base dei prezzi alla produzione, nel 2004 la competitività dei manufatti, dopo la perdita del 9,5 per cento subita nel corso del triennio precedente, è ancora peggiorata dell'1,5 per cento; nell'intero periodo la perdita è risultata leggermente inferiore in confronto con la Germania, di tre punti più elevata rispetto alla Francia (fig. B8). L'andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto è stato assai più sfavorevole: nel 2004 in Italia si è registrato un ulteriore aumento del 2,5 per cento, dopo quello del 9,5 segnato nel triennio precedente. Nei quattro anni il CLUP è invece diminuito in Germania, è cresciuto del 2,4 per cento in Francia. Le politiche di prezzo praticate sui mercati esteri dai produttori di questi due paesi sono state più aggressive rispetto a quelle dell'Italia (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*).

Secondo gli indici di commercio con l'estero, nel 2004 le esportazioni italiane di soli beni sono aumentate del 3,1 per cento a prezzi costanti, compensando solo metà della contrazione segnata nel biennio precedente (tav. B12). Dal 1996 l'andamento delle nostre vendite all'estero risulta più lento di quello degli scambi internazionali, che nel 2004 sono cresciuti del 10,7 per cento. La quota del mercato mondiale detenuta dai nostri esportatori, valutata a prezzi costanti, ha così continuato a diminuire, scendendo al 2,9

**ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI
DEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO
E INDICATORI DI DOMANDA E DI COMPETITIVITÀ**
(a prezzi costanti; variazioni percentuali sull'anno precedente)

Voci	2000	2001	2002	2003	2004
Germania					
Importazioni di beni e servizi (1)	10,2	1,2	-1,0	4,2	6,7
Esportazioni di beni e servizi (1)	13,5	6,3	4,6	1,8	9,0
Mercati di sbocco (2)	10,3	1,1	1,3	3,1	6,7
Indicatori di competitività dei beni (3) ...					
globale	-7,0	3,3	1,8	6,4	0,5
all'esportazione	-7,8	3,4	2,3	7,4	0,9
all'importazione	-5,8	3,0	1,1	5,1	..
Francia					
Importazioni di beni e servizi (1)	14,9	2,2	1,7	0,7	6,9
Esportazioni di beni e servizi (1)	12,4	2,5	1,5	-1,7	3,1
Mercati di sbocco (2)	11,2	1,0	1,9	2,4	6,9
Indicatori di competitività dei beni (3) ...					
globale	-4,9	0,7	1,7	4,4	0,6
all'esportazione	-5,9	1,1	2,4	5,5	1,1
all'importazione	-3,9	0,3	1,1	3,1	0,2
Italia					
Importazioni di beni e servizi	7,1	0,5	-0,5	1,3	2,5
Esportazioni di beni e servizi	9,7	1,6	-3,2	-1,9	3,2
Mercati di sbocco (2)	11,4	1,0	1,7	2,9	7,6
Indicatori di competitività dei beni (3) ...					
globale	-3,1	1,6	2,3	5,2	1,5
all'esportazione	-4,4	1,9	3,0	6,5	2,0
all'importazione	-1,4	1,2	1,3	3,4	0,9
Spagna					
Importazioni di beni e servizi (1) .....	....	4,2	3,8	6,2	8,0
Esportazioni di beni e servizi (1) .....	....	4,0	1,7	3,5	2,7
Mercati di sbocco (2)	10,9	1,0	1,4	2,2	6,8
Indicatori di competitività dei beni (3) ...					
globale	-3,0	1,1	2,2	3,9	1,8
all'esportazione	-4,2	1,3	2,8	5,0	2,2
all'importazione	-2,1	1,0	1,7	2,9	1,5

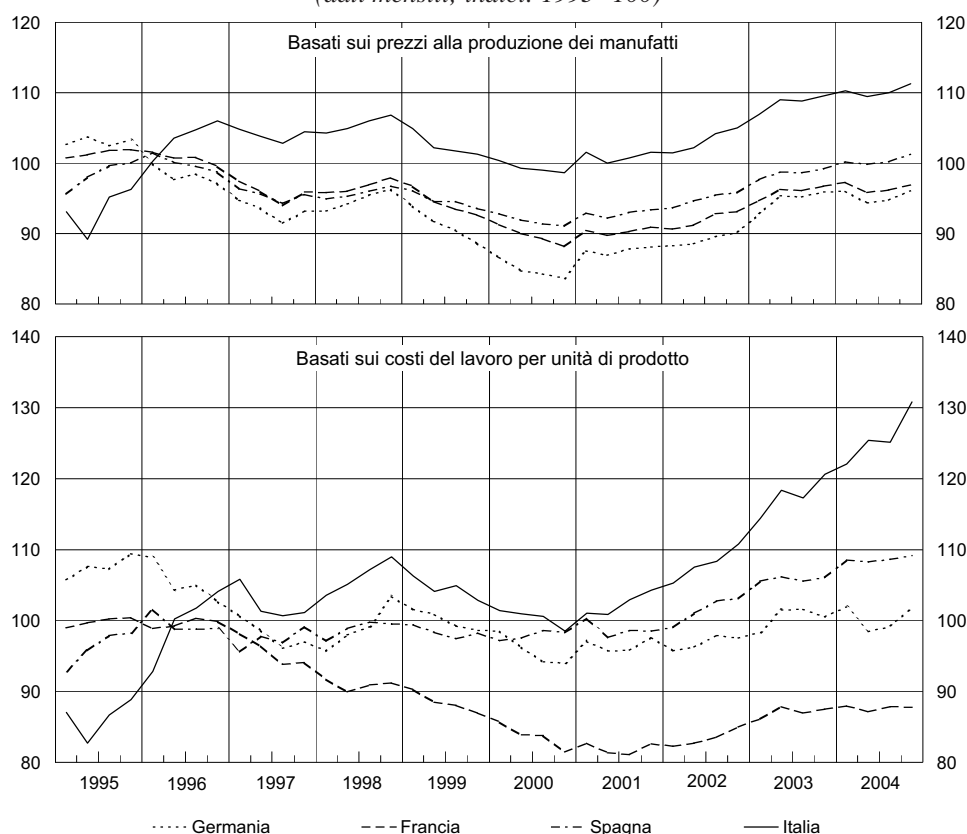
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) Conti nazionali rivisti per l'allocazione settoriale dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati. – (2) Media delle variazioni delle importazioni di beni e servizi dei principali mercati di sbocco, ponderata con i rispettivi pesi utilizzati nell'indicatore di competitività (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*). – (3) Basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Valori positivi indicano perdite di competitività.

dal 3,1 per cento del 2003 (era 3,5 nel 2000 e 4,6 nel 1995); è ora pressoché pari all'incidenza del PIL italiano sul prodotto mondiale, annullando un divario storicamente positivo.

Fig. B8

INDICATORI DI COMPETITIVITÀ DEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO NEI CONFRONTI DI TUTTI I PAESI CONCORRENTI (1)
(dati mensili; indici: 1993=100)



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e FMI.
(1) Tasso di cambio effettivo reale; un aumento segnala una perdita di competitività.

Lo scarto nella dinamica delle esportazioni italiane è assai ampio anche nei confronti delle sole economie avanzate, che nel 2004 hanno registrato un'espansione dell'8,6 per cento. L'incremento delle vendite all'estero è stato pari all'11,5 per cento in Germania e al 7,8 in Francia. Mentre la quota sul mercato mondiale di quest'ultimo paese ha continuato a ridursi, dal 5,3 al 5,0 per cento a prezzi costanti, quella della Germania è salita lievemente, all'11,8 per cento.

Misurata a prezzi e a cambi correnti, la quota italiana del commercio mondiale si è collocata nel 2004 al 4,0 per cento (4,1 nel 2003). Anche la quota della Francia ha subito una diminuzione contenuta, al 4,8 per cento, mentre quella della Germania si è stabilizzata al 10,2 per cento, interrompendo la crescita in atto dal 2001.

ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI ITALIANE CIF-FOB
PER PRINCIPALI PAESI E AREE: VALORI
E INDICI DEI VALORI MEDI UNITARI (VMU) E DELLE QUANTITÀ (1)
(composizione percentuale dei valori
e variazioni percentuali sull'anno precedente; indici: 2000=100)

Paesi e Aree	Esportazioni						Importazioni					
	2003			2004			2003			2004		
	Comp. % valori 2003	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. % valori 2004	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)	Comp. % valori 2003	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. % valori 2004	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)
Paesi UE	60,6	1,2	-1,1	59,8	4,7	1,4	61,4	0,7	0,1	60,4	4,0	2,4
Paesi UE-15	54,7	1,1	-1,7	54,3	4,5	2,3	57,9	0,8	-0,2	56,6	4,1	1,7
di cui: Francia	12,5	2,0	-2,6	12,5	4,9	2,4	11,4	1,7	-2,2	11,0	4,7	..
Germania	14,1	2,0	-2,4	13,7	3,8	0,9	18,1	-0,6	1,5	18,1	3,9	4,5
Regno Unito	7,1	-3,4	2,5	7,0	5,5	0,6	4,9	-0,7	-5,7	4,3	1,9	-5,4
Spagna	7,1	1,4	7,1	7,3	5,9	3,9	4,8	4,1	0,4	4,7	4,2	0,4
Nuovi paesi UE ..	5,9	2,7	4,7	5,5	6,0	-5,9	3,5	-1,3	5,0	3,8	2,6	13,3
Paesi extra UE ..	39,4	0,2	-4,9	40,2	3,9	5,5	38,6	-2,0	1,6	39,6	6,0	5,2
di cui: Cina	1,5	2,8	-7,8	1,6	2,4	12,5	3,6	-10,9	28,8	4,1	1,3	22,0
Giappone	1,6	-0,3	-4,1	1,5	6,2	-5,7	2,0	-0,4	-0,6	1,9	0,5	4,2
EDA (3)	3,2	-2,2	-6,0	3,2	1,8	2,2	2,4	-2,3	8,2	2,6	4,4	11,2
Russia	1,5	3,2	-1,7	1,7	3,1	24,8	3,1	1,2	2,6	3,4	6,7	11,0
Stati Uniti ..	8,3	-4,8	-10,3	7,9	-0,7	2,9	3,9	-4,1	-14,8	3,5	2,5	-4,9
Totale ...	100,0	0,8	-2,7	100,0	4,3	3,1	100,0	-0,3	0,7	100,0	4,8	3,5

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.
(1) La variazione dei valori per i paesi della UE e per il totale è calcolata su dati corretti per la stima delle transazioni rilevate annualmente e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. – (2) Per i paesi UE le variazioni delle quantità per il 2004 sono calcolate sulla base dei dati relativi ai valori deflazionati per i VMU. – (3) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Taiwan, Thailandia.

Nel 2004 il contributo più rilevante alla crescita dei volumi esportati dall'Italia è derivato dalle vendite di metalli e prodotti in metallo, in connessione con la sostenuta domanda mondiale di acciaio, oltreché da quelle di macchine e apparecchi meccanici e di mezzi di trasporto, soprattutto “parti ed accessori per autoveicoli e loro motori” e “navi e imbarcazioni”. Hanno invece continuato a ridursi le esportazioni dei prodotti del tessile e abbigliamento, del cuoio e prodotti in cuoio, tra cui le calzature, nonché delle “altre industrie manifatturiere”, che includono i mobili.

Dall'analisi delle componenti cicliche, in ciascuno dei principali paesi dell'area emerge una stretta correlazione tra l'andamento delle esportazioni e quello della produzione industriale. In particolare, nell'ultimo biennio il ridimensionamento in Italia dell'attività nei settori che realizzano sui mercati esteri almeno il 40 per cento del fatturato (-3,4 per cento) spiega quasi per intero il calo dell'indice generale della produzione industriale (circa l'1 per cento), a fronte di un lieve incremento registrato negli altri settori.

Per il quarto anno consecutivo il ritmo di crescita delle esportazioni italiane verso la UE, che rappresentano il 60 per cento del totale, è stato meno sostenuto di quello verso il resto del mondo. Tra i paesi europei, sono aumentate di più in Francia e in Spagna (2,4 e 3,9 per cento, rispettivamente); si sono invece contratte nei dieci paesi di nuovo accesso alla UE (-5,9 per cento), riflettendo la forte riduzione delle vendite di macchine e apparecchi meccanici e di prodotti tessili. Le esportazioni italiane hanno continuato a ristagnare nel Regno Unito e in Germania, il nostro principale mercato di sbocco. Nel 2004 le importazioni della Germania dai paesi della UE sono cresciute del 9,4 per cento in volume; quelle dall'Italia solo dello 0,9, continuando a risentire di una contrazione nei settori di specializzazione italiana a maggiore intensità di lavoro (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, "altri prodotti manifatturieri"), per effetto dell'acuirsi della concorrenza su quel mercato da parte dei paesi emergenti.

Nel 2004 il volume delle vendite di beni dell'Italia nei mercati esterni alla UE ha registrato incrementi molto elevati in Russia (25 per cento) e in Cina (13 per cento), sospinto dalla domanda di beni di investimento. A prezzi correnti, l'aumento nei due paesi è stato rispettivamente pari al 29 e al 15 per cento, rispettivamente, contro gli aumenti del 24 e 15 per le vendite della Germania, del 16 e 14 per cento per quelle della Francia. In Italia ne hanno beneficiato in maggior misura i settori delle macchine e apparecchi meccanici e dei metalli e prodotti in metallo. La quota sul mercato cinese dell'insieme delle nostre vendite si attesta all'1,2 per cento a prezzi e cambi correnti, contro il 5,4 della Germania e l'1,4 della Francia. La crescita del volume delle esportazioni italiane negli Stati Uniti è risultata modesta (2,9 per cento). I prezzi in euro praticati dagli esportatori italiani sul mercato statunitense si sono ridotti (-0,7 per cento sulla base dei valori medi unitari) in misura insufficiente a compensare il forte apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (9,1 per cento nella media del 2004).

Le importazioni. – Nel 2004 le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 2,5 per cento a prezzi costanti, (1,3 nel 2003). In connessione con l'aumento lievemente più sostenuto delle esportazioni, la domanda estera netta è tornata a fornire un contributo positivo alla crescita del prodotto, seppure di appena 0,2 punti percentuali (-1,7 punti nel complesso del biennio precedente).

Le importazioni di soli beni, valutate a prezzi costanti, sono cresciute del 3,5 per cento, meno che negli altri principali paesi dell'area dell'euro (9,0 per cento in Francia, 12,2 in Germania e 11,0 in Spagna). In presenza di una dinamica delle esportazioni più sostenuta che in Italia, i maggiori aumenti delle importazioni nel resto dell'area riflettono, soprattutto per la Germania, una maggiore propensione dei comparti esportatori a impiegare

beni intermedi acquistati su mercati esteri. Secondo l'istituto nazionale di statistica, la quota di beni intermedi e semilavorati acquistati dalle imprese tedesche sui mercati esteri e utilizzati nella produzione dei beni esportati è salita dal 29,7 per cento del 1995 al 38,8 nel 2002.

L'intensità dei flussi di commercio intra industriale dell'Italia, pur in aumento dalla seconda metà degli anni novanta, rimane inferiore a quella della Francia e soprattutto della Germania. L'analisi delle componenti cicliche delle esportazioni e delle importazioni nei tre paesi evidenzia una forte correlazione tra i due aggregati in Germania e in Francia nel periodo 1990-2003. Il legame statistico risulta invece più tenue per l'Italia, segnalando per il nostro paese una minore intensità del processo di attivazione delle importazioni da parte delle esportazioni.

In Italia la crescita delle importazioni è riconducibile principalmente agli acquisti di macchine e apparecchi elettrici (8,0 per cento), di metalli e prodotti in metallo (4,7 per cento) e mezzi di trasporto (2,4 per cento). Le importazioni dai paesi esterni alla UE sono cresciute a un ritmo molto più sostenuto rispetto a quelle provenienti dai paesi membri. Vi hanno contribuito soprattutto gli acquisti dalla Cina (in aumento del 22,0 per cento) e, in misura minore, dalle "economie dinamiche dell'Asia" e dalla Russia.

La quota delle importazioni provenienti dalla Cina sul totale delle importazioni italiane in valore è continuata a crescere, dal 3,6 per cento del 2003 al 4,1 del 2004. La Cina è diventata per il nostro paese il principale fornitore di beni manufatti al di fuori della UE. Nel 2004 i prodotti a medio-alto contenuto di tecnologia, in particolare le macchine elettriche, rappresentavano il 22,3 per cento del totale delle nostre importazioni da quel paese, quelli ad alto contenuto tecnologico, tra cui macchinari e prodotti chimici, il 19,4 per cento, una quota pressoché simile a quella dei prodotti tessili e dell'abbigliamento.

Nonostante il deprezzamento del dollaro, i valori medi unitari in euro dei beni importati in Italia dagli Stati Uniti sono aumentati del 2,5 per cento, contribuendo a ridurre ulteriormente i volumi (-4,9 per cento). Il rallentamento ha risentito per oltre due terzi dell'andamento negativo nel settore degli aeromobili, nel quale sono venute meno alcune importanti transazioni registrate nel 2003.

L'OFFERTA INTERNA

I settori produttivi e la demografia d'impresa

Nel 2004 in Italia il valore aggiunto al costo dei fattori è aumentato dell'1,3 per cento in termini reali (tav. B13); vi hanno contribuito i settori dei servizi e dell'agricoltura per 0,8 e 0,3 punti percentuali rispettivamente, a fronte di un apporto appena positivo del settore industriale.

Tav. B13

VALORE AGGIUNTO AL COSTO DEI FATTORI IN ITALIA

Branche	2003		2004		Variazioni percentuali			
	Valori correnti (milioni di euro)	Quota del valore aggiunto (in percentuale)	Valori correnti (milioni di euro)	Quota del valore aggiunto (in percentuale)	Quantità		Deflatori	
					2003	2004	2003	2004
Industria	311.984	26,4	324.388	26,4	-0,4	0,8	2,1	3,2
Industria in senso stretto ..	252.898	21,4	260.987	21,3	-1,0	0,3	2,2	2,9
Attività estrattive	4.937	0,4	4.781	0,4	0,3	-3,7	-1,0	0,5
Attività manifatturiere	221.139	18,7	228.827	18,7	-1,4	-0,1	1,6	3,5
Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas, vapore e acqua	26.822	2,3	27.379	2,2	1,9	4,1	7,4	-2,0
Costruzioni	59.086	5,0	63.401	5,1	2,3	2,7	1,7	4,5
Servizi	836.964	70,9	868.793	70,9	0,9	1,2	3,5	2,6
Commercio, riparazioni e beni per la casa	149.847	12,7	153.158	12,5	0,3	2,1	1,9	0,1
Alberghi e ristoranti	43.287	3,7	43.724	3,6	-0,4	-1,3	4,9	2,4
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	87.179	7,4	90.913	7,4	0,3	1,7	2,1	2,5
Intermediazione monetaria e finanziaria (1)	67.841	5,7	67.988	5,5	1,0	-2,1	3,2	2,4
Servizi a imprese e famiglie (2)	252.967	21,4	269.247	22,0	1,7	0,3	3,4	6,1
Pubblica amministrazione (3)	67.147	5,7	69.631	5,7	1,2	1,0	7,0	2,6
Istruzione	60.343	5,1	59.756	4,9	0,8	1,0	5,8	-2,0
Sanità e altri servizi sociali ...	55.432	4,7	59.868	4,9	1,4	4,0	0,8	3,9
Altri servizi pubblici, sociali e personali	43.203	3,7	44.600	3,6	-0,2	5,7	5,4	-2,4
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	9.718	0,8	9.908	0,8	2,2	0,6	4,3	1,4
Agricoltura (4)	32.024	2,7	32.757	2,7	-5,2	10,8	6,7	-7,7
Valore aggiunto al costo dei fattori (5)	1.180.972	100,0	1.225.938	100,0	0,3	1,3	3,2	2,5

Fonte: Istat.

(1) Include anche assicurazioni e fondi pensione. – (2) Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali e imprenditoriali. – (3) Include anche difesa e assicurazioni sociali obbligatorie. – (4) Include anche silvicoltura e pesca. – (5) Al lordo dei Servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (Sifim).

Nell'industria in senso stretto, dopo la flessione registrata l'anno precedente, il valore aggiunto a prezzi costanti è aumentato dello 0,3 per cento, sospinto dal comparto energetico (4,1 per cento, più del doppio rispetto al 2003). In quello manifatturiero il valore aggiunto è rimasto pressoché stazionario (-1,4 per cento nel 2003); vi è stata una marcata contrazione per i prodotti tessili (-5,0 per cento).

Il valore aggiunto a prezzi costanti nel comparto tessile e dell'abbigliamento, dopo una fase di espansione pressoché continua dalla metà degli anni ottanta, risulta in contrazione dal 2001. Fra il 1991 e il 2001 la forte riduzione delle unità di lavoro standard, pari a circa il 19 per cento, si è accompagnata a un aumento della produttività superiore a quello del resto dell'industria. Dal 2001 al 2004 anche il valore aggiunto per addetto è diminuito a un tasso medio annuo dell'1,5 per cento, una flessione più accentuata di quella media dell'industria manifatturiera (-0,9 per cento); la redditività delle imprese si è significativamente contratta, in particolare per quelle di piccola dimensione. Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con 20 e più addetti, nel 2004 la quota di imprese in perdita è salita al 25,2 per cento, dal 20,9 per cento dell'anno precedente. Sull'andamento del settore hanno influito il rallentamento della domanda interna e la crescente concorrenza dei paesi emergenti. Quest'ultima potrebbe accentuarsi con l'abolizione completa, da gennaio 2005, del sistema di contingentamenti bilaterali alle importazioni di prodotti del tessile e dell'abbigliamento dai paesi emergenti (cfr. il capitolo della sezione A: I flussi commerciali e finanziari internazionali).

Il valore aggiunto è aumentato del 2,7 per cento nel comparto delle costruzioni (2,3 nel 2003). Nei servizi è cresciuto dell'1,2 per cento (0,9 nel 2003), grazie soprattutto al contributo dei servizi pubblici sociali e della sanità; nei servizi privati alle imprese e alle famiglie la crescita del valore aggiunto ha fortemente rallentato, allo 0,3 per cento, dall'1,7 del 2003. L'agricoltura ha registrato una crescita del 10,8 per cento, con una netta inversione rispetto all'anno precedente (-5,2).

In base ai dati dell'anagrafe delle Camere di commercio, nel 2004 si è registrato un saldo attivo tra imprese iscritte e cessate pari a circa 90 mila unità. Il flusso netto di nuove imprese si è riportato sui valori del 2001, dopo una flessione a circa 70 mila unità nel 2002 e nel 2003; rispetto al 2003 il numero delle imprese registrate a fine anno è aumentato dell'1,6 per cento (1,3 nel 2003).

Nella classe delle imprese individuali, per le quali è possibile risalire alla nazionalità di origine dell'imprenditore, circa il 16 per cento delle iscrizioni è attribuibile a imprenditori immigrati. Le nuove ditte individuali di immigrati si concentrano, nell'ordine, nei settori delle costruzioni, del commercio e dell'abbigliamento.

La natalità netta delle imprese è stata positiva in tutte le ripartizioni geografiche; il Mezzogiorno ha continuato a essere caratterizzato da un

tasso di natalità netta superiore a quello medio nazionale (rispettivamente 1,8 e 1,5 per cento; 1,4 e 1,2 nel 2003).

Nel settore manifatturiero il tasso di natalità netta è risultato negativo per 1,5 punti percentuali (-1,0 nel 2003); vi ha contribuito soprattutto la contrazione pronunciata nel comparto tessile e dell'abbigliamento (-3,2 per cento).

Nel 2004 il fabbisogno energetico lordo dell'Italia è cresciuto dello 0,8 per cento rispetto al 2003 e gli impieghi finali dell'1,1; le importazioni nette sono aumentate dell'1,7 per cento, la produzione nazionale dello 0,8. La dipendenza dall'estero è rimasta invariata attorno all'85 per cento del fabbisogno; l'intensità energetica, pari al rapporto tra consumo complessivo di energia e PIL a prezzi costanti, è diminuita dello 0,4 per cento, dopo la forte crescita registrata nel 2003 (2,9 per cento).

Le difficoltà competitive dell'industria manifatturiera

Risentendo anche della debolezza congiunturale dell'area dell'euro, in Italia nel settore manifatturiero il valore aggiunto al costo dei fattori si è contratto dello 0,8 per cento in media annua fra il 2000 e il 2004. Negli anni novanta era aumentato a un ritmo medio annuo dell'1,1 per cento; nel decennio precedente dell'1,7. Il tasso di crescita della produttività del lavoro è sceso progressivamente, dal 3,1 per cento degli anni ottanta, al 2 del decennio successivo; è divenuto negativo (-0,7) nell'ultimo quadriennio.

Nei settori tradizionali l'indice della produzione industriale è in calo dal 2002, trascinato dall'andamento negativo del settore tessile e dell'abbigliamento (-4,6 per cento medio annuo) e del cuoio e calzature (-8,2 per cento). Questi settori soffrono la concorrenza crescente dei paesi a basso costo del lavoro: la natura standardizzata di gran parte dei beni prodotti offre limitati margini di competizione non di prezzo e scarse possibilità di differenziazione, due componenti fondamentali per affrontare la sfida sui mercati internazionali.

La Banca d'Italia ha condotto nel corso dell'inverno 2004-05 circa 60 colloqui approfonditi con imprese manifatturiere localizzate nella provincia di Brescia, che, grazie alla forte vocazione manifatturiera, offre un panorama abbastanza rappresentativo della realtà industriale italiana. Le imprese studiate possono essere suddivise in tre gruppi con riferimento ai profili di concorrenza, in particolare da parte dei paesi emergenti. Un primo gruppo, concentrato prevalentemente, ma non esclusivamente, nei settori avanzati, punta alla creazione di prodotti differenziati in grado di conferire un certo potere di mercato.

Queste imprese fanno dell'innovazione, anche in termini organizzativi, distributivi e di marchio, la componente principale della strategia aziendale; considerano l'apertura dei mercati internazionali come un'opportunità di crescita e godono di buone condizioni economiche. Un secondo gruppo di imprese è meno esposto alla concorrenza. Si tratta di imprese appartenenti a mercati con strutture oligopolistiche per effetto degli elevati costi di trasporto del prodotto o di entrata nel settore, quali le imprese metallurgiche; altre hanno individuato mercati di nicchia. Pur in presenza di prospettive di crescita meno favorevoli di quelle del primo gruppo, conseguono risultati soddisfacenti. Infine, un terzo gruppo stenta a fronteggiare la concorrenza e appare in forte crisi. Sono per lo più imprese di piccole dimensioni, operanti nel "sistema moda" o nel settore della meccanica a basso contenuto tecnologico che producono beni standardizzati, a prevalente concorrenza di prezzo.

A fronte delle difficoltà nei settori tradizionali, non è aumentata la capacità competitiva nelle produzioni a più alta intensità tecnologica o caratterizzate da forti economie di scala: fra il 2001 e il 2004 la produzione industriale si è contratta a un tasso medio annuo del 7,2 per cento nel settore delle macchine elettriche ed elettroniche e del 3,9 per cento in quello dei mezzi di trasporto.

La composizione dell'occupazione conferma la specializzazione in produzioni tradizionali rispetto alle strutture produttive della Francia e della Germania. La crescita della produttività nel complesso del settore manifatturiero nel periodo 1991-2001 è stata del 2,2 per cento medio annuo in Italia, registrando un differenziale marcato rispetto alla Francia (3,7 per cento), più contenuto rispetto alla Germania (2,4 per cento; tav. B14). L'aumento in Italia non si discosta sensibilmente da quello degli altri due paesi nei settori tradizionali, ma le differenze sono notevoli per quelli a maggior contenuto tecnologico, in particolare la chimica, la meccanica e macchine elettriche e, rispetto alla Francia, i mezzi di trasporto.

Il differenziale di crescita della produttività dell'industria manifatturiera italiana non è riconducibile solo alla specializzazione produttiva: attribuendo all'Italia la struttura dell'occupazione tedesca o francese, la crescita nel nostro paese sarebbe rimasta sostanzialmente invariata. Al contrario, per data struttura dell'occupazione, applicando ai settori italiani i tassi di crescita registrati in Francia e Germania si sarebbe ottenuta una crescita della produttività analoga a quella di questi due paesi. Il debole andamento del settore manifatturiero non è quindi solamente attribuibile al peso preponderante dei comparti tradizionali: i settori avanzati non solo registrano quote di occupazione più basse degli altri paesi, ma mostrano anche un ampio differenziale di crescita della produttività.

Il superamento di un modello di specializzazione sbilanciato verso le produzioni tradizionali dipende in modo cruciale dal miglioramento dell'efficienza nei settori a più alta tecnologia, per i quali maggiori sono le conseguenze negative del ritardo nella capacità innovativa che caratterizza il nostro sistema produttivo.

**QUOTE SULL' OCCUPAZIONE E CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ
DEL LAVORO NEL SETTORE MANIFATTURIERO**
(valori percentuali)

Comparti	Quote sull'occupazione nel 2001			Crescita della produttività 1991-2001 (media annua)		
	Italia	Francia	Germania	Italia	Francia	Germania
Alimentare, bevande e tabacco	9,1	16,6	12,4	1,8	-1,0	0,8
Tessile, abbigliamento, cuoio e calzature	18,6	6,5	3,1	2,8	3,5	3,6
Legno e produzione in legno	3,8	2,4	2,2	3,3	2,8	3,3
Carta, stampa ed editoria	5,9	8,5	7,0	2,4	1,7	2,0
Chimica, gomma e plastica	9,2	12,2	12,0	0,7	5,0	4,2
Minerali non metalliferi	6,6	4,4	3,6	1,1	2,3	3,0
Metallo e prodotti in metallo	15,0	14,7	14,3	2,1	1,7	2,5
Meccanica, macchine elettriche	20,4	19,5	28,6	2,3	7,3	2,6
Autoveicoli e altri mezzi di trasporto	5,5	10,1	13,2	1,9	5,8	0,7
Altri	5,9	5,2	3,7	3,6	1,8	-0,8
Totale ...	100,0	100,0	100,0	2,2	3,7	2,4

Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

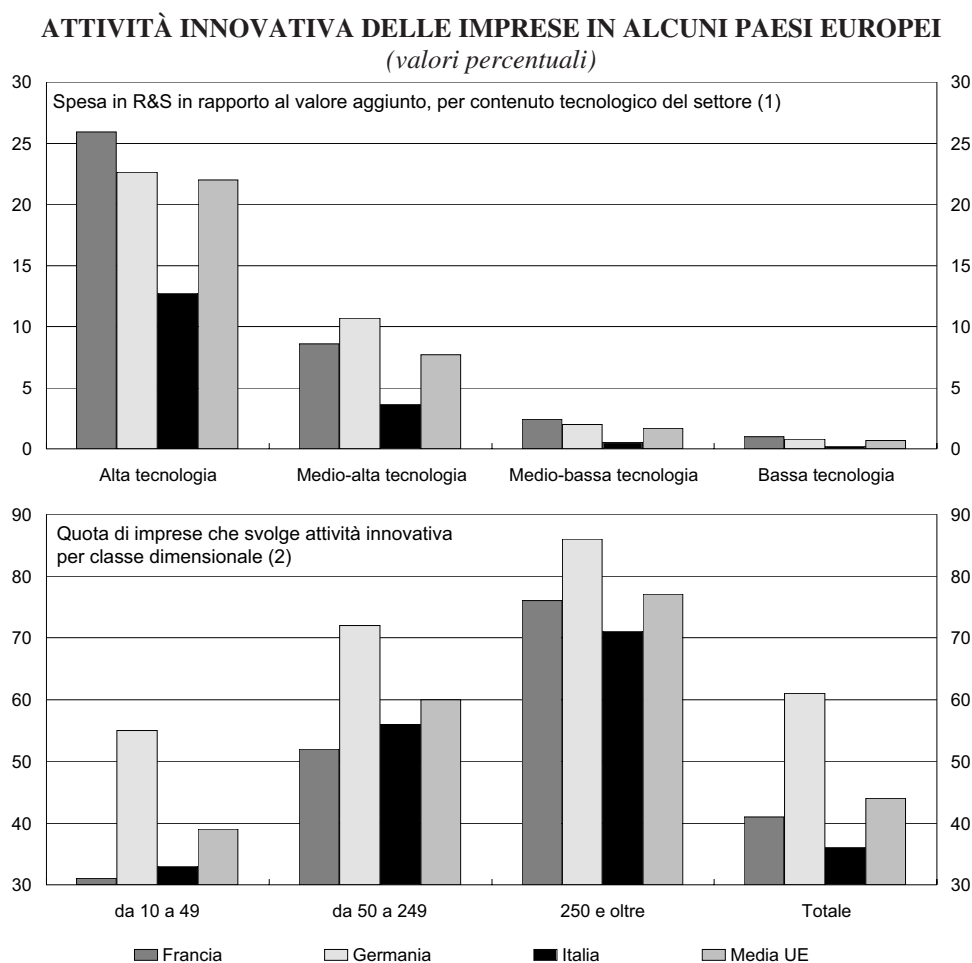
L'attività innovativa nel confronto internazionale. – In base ai dati dell'OCSE, la minor spesa complessiva in ricerca e sviluppo (R&S) dell'Italia è attribuibile principalmente al basso contributo del settore privato. Nel 2001 le imprese italiane investivano in R&S lo 0,55 per cento del PIL, contro una media dell'1,25 nella UE; l'investimento pubblico si collocava su livelli comparabili con la media UE (0,56 e 0,68 rispettivamente; tav. aB23). Il divario non è imputabile esclusivamente al peso preponderante nella struttura industriale italiana delle produzioni a basso contenuto tecnologico. L'analisi del rapporto fra la spesa in R&S e il valore aggiunto settoriale nei principali paesi industriali distintamente per le quattro categorie tecnologiche definite dall'OCSE mostra che l'Italia registra una quota significativamente inferiore a quella degli altri paesi in ogni categoria (fig. B9).

L'indagine comunitaria sull'innovazione, coordinata dall'Eurostat e condotta con cadenza triennale, conferma questi risultati. La quota di imprese che dichiarano di aver svolto attività innovativa nel triennio 1998-2001 è in Italia inferiore alla media della UE (fig. B9); il divario è meno accentuato se si confrontano classi dimensionali omogenee, suggerendo che su di esso incide il peso maggiore nel nostro paese delle piccole imprese, meno propense a svolgere attività innovativa (cfr. il capitolo della sezione B: L'offerta interna nella Relazione sull'anno 2002).

Anche gli indicatori dell'output innovativo segnalano un ritardo del nostro sistema produttivo. Il numero di domande di brevetto depositate al-

l'Ufficio europeo brevetti nel corso del 2000 era pari a 5,6 per 100 mila abitanti in Italia, contro una media europea di 12,1. Solo la Grecia, il Portogallo e la Spagna registravano valori inferiori. Anche in questo caso la minor propensione a innovare non è imputabile solo alla specializzazione produttiva: l'intensità brevettuale per settore, definita dal rapporto fra il numero di domande di brevetti e gli addetti settoriali, è in Italia minore a quella osservata in media nella UE per tutti i comparti considerati (tav. B15). Lo scarto è maggiore nelle industrie a più alto contenuto tecnologico, quali la farmaceutica e l'elettronica, che registrano anche il più ampio divario di crescita della produttività (tav. B14).

Fig. B9



Fonte: OCSE, *Main Science and Technology Indicators*, 2004, per la spesa in R&S; Eurostat, *Third Community Innovation Survey*, 2004, per la quota di imprese che svolge attività innovativa.

(1) Il dato si riferisce al 2001 o al dato disponibile più recente. - (2) Il dato si riferisce al periodo 1998-2000.

L'intervento pubblico a sostegno dell'innovazione delle imprese. – Tutti i paesi industriali fanno ricorso a incentivi pubblici all'investimento in R&S delle imprese, dato il parziale carattere di bene pubblico dell'at-

tività innovativa da queste sostenuta. Secondo i dati dell'OCSE, l'entità del sostegno pubblico all'attività innovativa delle imprese in Italia non si discosta significativamente da quello di altri paesi sviluppati. Nel 2003 in Italia il contributo statale all'investimento in R&S delle imprese è stato, in rapporto al PIL, pari allo 0,08 per cento, contro lo 0,10 nella UE, lo 0,12 in Francia e lo 0,11 in Germania. Maggiori differenze emergono nei criteri allocativi: la Francia e la Germania attuano politiche più selettive, volte cioè allo sviluppo dei comparti ad alto contenuto tecnologico, mentre l'Italia tende a privilegiare misure orizzontali tese a favorire la diffusione delle tecnologie esistenti.

Tav. B15

**NUMERO DI BREVETTI DEPOSITATI PER 1000 ADDETTI
NEL SETTORE MANIFATTURIERO**
(anno 2000)

Comparti (1)	Francia	Germania	Italia	Media UE
Alimentare, bevande, tabacco	0,14	0,19	0,12	0,17
Tessile, abbigliamento, cuoio e calzature	0,27	0,72	0,14	0,20
Legno e mobili	0,34	0,72	0,25	0,35
Carta, stampa ed editoria	0,36	0,51	0,28	0,35
Chimica, gomma, plastica (esclusa farmaceutica) ..	1,20	2,16	0,64	1,36
Farmaceutica	6,56	12,26	2,51	7,50
Minerali non metalliferi	1,02	1,16	0,47	0,73
Metalli di base	0,60	1,19	0,28	0,66
Prodotti in metallo (esclusa meccanica)	1,31	2,53	0,83	1,43
Meccanica	2,62	3,30	1,21	2,33
Computers e macchine per ufficio	8,29	13,91	7,39	9,57
Macchine elettriche (esclusa elettronica)	3,64	3,16	1,51	2,56
Elettronica	6,71	11,50	1,73	7,21
Strumenti	1,37	2,49	0,94	1,59
Autoveicoli	1,24	1,83	1,02	1,26
Altri mezzi di trasporto	6,74	18,90	3,91	8,72
Totale ...	1,74	2,66	0,79	1,67

Fonte: Eurostat, *European Business Facts and Figures*, 2004; elaborazioni su dati dell'Ufficio europeo brevetti.

(1) I brevetti sono riclassificati dalla Classificazione internazionale dei brevetti, fornita dall'Ufficio europeo brevetti, alla *International Standard Industrial Classification (ISIC)*, versione 2.

La Francia ha incentivato particolarmente il fattore imprenditoriale, attraverso strumenti di sostegno alla nascita e alla crescita di imprese nei settori ad alta tecnologia operanti in stretta collaborazione con enti di ricerca pubblica. La Germania utilizza forme di sostegno rivolte sia a settori specifici, sia alle imprese con un significativo potenziale di crescita. Vengono inoltre sovvenzionate istituzioni di ricerca settoriali che prevedano la collaborazione fra imprese ed enti pubblici.

In Italia sono stati recentemente avviati diversi tentativi di riorganizzazione e di semplificazione procedurale delle politiche a favore dell'innovazione. Sono stati disegnati interventi di agevolazione attraverso cui è possibile ottenere sgravi fiscali sulle spese sostenute per ricerca industriale, commercializzazione dei brevetti, attività di ricerca in cooperazione con altre imprese e diffusione di tecnologie, specialmente nelle piccole e medie imprese (PMI). Alcune iniziative mirano a ridurre gli squilibri territoriali, incentivando gli investimenti nelle aree depresse e la semplificazione procedurale per le imprese localizzate nel Mezzogiorno: si tratta di pacchetti integrati di agevolazioni attraverso cui l'impresa può presentare una sola domanda per avere accesso a diverse fonti e tipi di agevolazioni. Vi sono inoltre strumenti di tipo orizzontale, riguardanti l'adozione di tecnologie dell'informazione e della comunicazione nei settori tradizionali e agevolazioni per l'acquisto di macchinari nelle PMI.

Le politiche per l'innovazione di tipo orizzontale appaiono meno adatte a rafforzare la componente ad alta tecnologia del sistema produttivo. La capacità innovativa in questi settori trarrebbe maggiori benefici da interventi rivolti a imprese con un più elevato potenziale di crescita e tesi a incentivare con maggiore efficacia le forme consortili e di cooperazione, in particolare fra le PMI e gli enti pubblici di ricerca. Anche nell'ambito degli strumenti già esistenti, come nel caso del Piano nazionale della ricerca, si potrebbe contribuire a rendere maggiormente stabili nel tempo gli incentivi con un'accurata definizione delle priorità e dell'allocazione dei fondi, consentendo alle imprese di pianificare la propria attività innovativa su un orizzonte temporale di lungo termine.

Le privatizzazioni e la regolazione dei mercati

Le privatizzazioni. – Nel 2004 è ripreso il processo di privatizzazione di società controllate dal settore pubblico, anche grazie al positivo andamento dei corsi azionari. Includendo le operazioni effettuate dagli enti locali e dalle imprese partecipate indirettamente dal Ministero dell'Economia e delle finanze, nel 2004 il valore totale delle dismissioni è stato di circa 13 miliardi, più del doppio dell'anno precedente.

Nel mese di ottobre è stata collocata mediante asta pubblica la terza tranche del capitale dell'Enel, pari al 19,6 per cento del totale. L'incasso lordo di tale operazione è stato di 7,6 miliardi, il più elevato tra quelli registrati in Europa nel 2004. Le altre operazioni hanno riguardato imprese controllate solo indirettamente dallo Stato (tav. B16).

Nel mese di aprile del 2004, l'ENI ha collocato presso il pubblico il 9,5 per cento di Snam rete gas, la società proprietaria della rete di trasporto di gas naturale, ricavando 651 milioni. L'operazione si inquadra nell'ambito delle politiche per la liberalizzazione

del comparto energetico (elettricità e gas) promosse dalla Commissione europea e recepite dal decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 11 maggio 2004. Al fine di garantire condizioni paritarie nell'accesso ai servizi di rete, i soggetti produttori di gas e di energia elettrica sono tenuti entro il 1° luglio del 2007 a ridurre la propria partecipazione nelle società proprietarie della rete al di sotto del 20 per cento del capitale. In linea con tali disposizioni, nel 2004 anche l'Enel ha provveduto a cedere mediante asta pubblica il 50 per cento del capitale di Terna, la società proprietaria della rete elettrica nazionale, ricavando 1,7 miliardi. L'Enel ha altresì ceduto la società New Real, dopo averle assegnato la gran parte del proprio patrimonio immobiliare, per un controvalore di circa 1,4 miliardi. Finmeccanica ha ceduto per 1,4 miliardi il 10 per cento del capitale di STMicroelectronics alla Cassa depositi e prestiti.

Tav. B16

PRINCIPALI PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA NEL 2004

Società	Settore di appartenenza	Numero di dipendenti nel 2003	Soggetto cedente	Metodo di vendita	Quota % ceduta del capitale sociale	Data di completamento della cessione	Ricavi lordi (milioni di euro)
Snam rete gas	Energetico	2.484	ENI	Asta pubblica	9,5	aprile 2004	651
Terna	Energetico	2.821	Enel	Asta pubblica	50,0	giugno 2004	1.699
New Real	Immobiliare	1.429	Enel	Vendita diretta a investitore istituzionale	100,0	luglio 2004	1.396
Enel	Energetico	64.770	Ministero dell'Economia e delle finanze	Asta pubblica	19,6	ottobre 2004	7.621
STMicroelectronics	Manifatturiero	10.081	Finmeccanica	Vendita diretta a investitore istituzionale	10,3	novembre 2004	1.442

Fonte: Mediobanca, R&S, 2004; Fondazione ENI Enrico Mattei e Fondazione IRI, *Privatization Barometer*; bilanci societari; stampa finanziaria.

Attualmente il Ministero dell'Economia e delle finanze detiene una partecipazione del 20,3 per cento nell'ENI, del 31,5 per cento nell'Enel e del 62,3 per cento nell'Alitalia (tav. B17).

Negli anni più recenti la situazione economico-finanziaria dell'Alitalia si è progressivamente aggravata. Nel corso del 2004 è stato approvato un decreto a garanzia di un prestito di 400 milioni a favore della compagnia di trasporto aereo sul quale la Commissione europea ha espresso parere positivo: in vista di un nuovo aumento di capitale di circa 1,2 miliardi previsto per il 2005, la Commissione ha però indicato come condizione necessaria la riduzione della partecipazione pubblica al di sotto del 50 per cento del capitale entro l'anno.

PRINCIPALI PARTECIPAZIONI PUBBLICHE AL 31 DICEMBRE 2004

Società	Settore di appartenenza	Fatturato nel 2003 (milioni di euro)	Numero di dipendenti nel 2003	Quota % residua del Ministero dell'Economia e delle finanze
ENI	Energetico	51.487	76.521	20,3
Enel	Energetico	30.022	64.770	31,5
Finmeccanica	Difesa e aerospazio	8.233	46.861	32,3
Poste italiane	Servizi postali	8.058	156.146	65,0
Ferrovie dello Stato	Trasporti	5.156	101.947	100,0
Alitalia	Trasporti	4.306	22.200	62,3
RAI	Televisivo e multimediale	2.785	11.447	99,6

Fonte: Mediobanca, R&S, 2004; bilanci societari; Ministero dell'Economia e delle finanze.

La regolamentazione dei mercati. – La regolamentazione dei mercati, in base agli indicatori elaborati dall'OCSE, è oggi in Italia più favorevole alla concorrenza rispetto al decennio passato; permangono tuttavia notevoli diversità fra i vari mercati.

In linea con le disposizioni comunitarie, dal 1° luglio del 2004 tutti gli utenti che acquistano energia elettrica per usi non domestici possono scegliere il proprio fornitore nel cosiddetto “mercato libero”; precedentemente, tale facoltà era concessa solo a coloro che consumavano almeno 100.000 kWh all'anno. Secondo i dati del Gestore della rete di trasmissione nazionale (GRTN), con la rimozione di questo vincolo il peso del mercato libero in termini di consumi totali di energia è passato dal 37,7 per cento del 2003 al 42,8 per cento.

Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali con 20 e più addetti, alla fine del 2004 circa il 40 per cento delle imprese acquistava energia elettrica da un fornitore diverso dal precedente monopolista, conseguendo una diminuzione media delle tariffe di circa il 4 per cento. La qualità del servizio di fornitura di energia elettrica è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 2001 per il 76 per cento delle imprese intervistate, mentre è migliorata per il 18 per cento.

La legge 23 agosto 2004, n. 239, di riordino del settore energetico, ha stabilito le ulteriori fasi per la completa liberalizzazione della domanda di energia elettrica: i clienti che acquistano energia per usi domestici (il “mercato vincolato”) potranno scegliere il proprio fornitore a partire dal 1° luglio del 2007.

Nel mese di aprile del 2004 ha preso avvio la borsa elettrica, prevista dal decreto legislativo 16 marzo 1999, n. 79, che offre ai clienti del mercato

libero una modalità di approvvigionamento alternativa ai contratti bilaterali stipulati direttamente con i produttori. Nel periodo tra aprile e dicembre del 2004 le quantità scambiate in borsa sono state circa il 30 per cento della domanda totale di energia elettrica.

Secondo i dati dell'Eurostat, nel 2004 i prezzi dell'energia elettrica per usi industriali sono rimasti sensibilmente al di sopra della media europea. Le condizioni di offerta beneficerebbero dell'incremento della capacità di generazione di energia elettrica. Tra il 2002 e il 2004, sono state rilasciate dal Ministero per le Attività produttive 40 autorizzazioni per la costituzione o la modifica di centrali termoelettriche con capacità superiore a 300 MWh termici: secondo le stime del GRTN, 9 potrebbero entrare in funzione entro il 2005 e altre 9 entro il 2007; sono localizzate prevalentemente nelle regioni del Nord Ovest e del Mezzogiorno.

Dati i limiti alla capacità di trasporto della rete ad alta tensione, il prezzo dell'energia è influenzato dalle condizioni di domanda e di offerta locali, che concorrono alla determinazione del cosiddetto prezzo zonale.

Le zone geografiche in cui è convenzionalmente suddiviso il mercato elettrico italiano sono 7: Nord, Centro Nord (comprendente Toscana, Umbria e Marche), Centro Sud (Lazio, Abruzzo e Molise), Sud (Campania, Puglia e Basilicata), Calabria, Sicilia e Sardegna. Secondo i dati del GRTN, nel periodo aprile-dicembre 2004 nella borsa elettrica il prezzo zonale medio dell'energia è variato da un minimo di 53,4 euro/MWh nella zona del Nord a un massimo di 75,6 in quella della Calabria (62,8 nel Sud, 67,7 nel Centro Sud).

Anche nel comparto del gas naturale i prezzi nel 2004 sono stati in media superiori a quelli osservati nel resto della UE.

Nel settore commerciale, le Regioni hanno la competenza esclusiva per la regolamentazione dell'apertura di strutture di vendita di grande dimensione. La maggior parte delle Regioni ha limitato, anche con vincoli quantitativi, la crescita della grande distribuzione, a cui si associa generalmente una tendenza alla riduzione dei costi e dei prezzi unitari rispetto a quelli delle strutture tradizionali. Permane un'elevata frammentazione del sistema distributivo: secondo i dati del Ministero delle Attività produttive nel 2004 vi erano oltre 750.000 esercizi commerciali, 130 ogni 10.000 abitanti, circa il doppio della media della UE. Dallo sviluppo della grande distribuzione possono scaturire effetti positivi sui livelli di occupazione del settore.

Una recente analisi del Servizio Studi confronta l'evoluzione dell'occupazione tra il 1998 e il 2002 in Abruzzo e nelle Marche, due regioni simili quanto a struttura economica e socio-demografica, ma caratterizzate da normative differenti: la prima, al contrario della seconda, ha introdotto vincoli stringenti all'apertura di grandi strutture di vendita. Si stima che, nei due anni successivi all'introduzione delle leggi regionali e a parità di altre condizio-

ni, rispetto all'Abruzzo, nelle Marche la quota di occupati nel settore commerciale sul totale della popolazione in età lavorativa è aumentata di circa un punto percentuale. La crescita degli occupati nelle grandi strutture di vendita si è accompagnata con una stazionarietà dell'occupazione nelle strutture di piccola dimensione; con una diminuzione del numero dei proprietari, ma con un aumento di quello dei dipendenti. Quest'ultima evidenza corrobora l'ipotesi che l'accresciuto grado di concorrenza abbia indotto i piccoli esercizi commerciali a intraprendere processi di ristrutturazione e riorganizzazione in reti o in franchising.

A oltre dieci anni dall'avvio del processo di apertura alla concorrenza, nel trasporto aereo permangono barriere all'entrata, come recentemente rilevato dall'Autorità garante per la concorrenza e il mercato. I nuovi operatori hanno difficoltà ad accedere all'assegnazione delle bande orarie di decollo e di atterraggio (slots) sulle principali tratte italiane. I nuovi vettori hanno quindi adottato politiche di differenziazione rispetto agli operatori dominanti, concentrando l'attività sugli aeroporti minori in cui è più facile ottenere gli slots. Dal confronto delle tariffe medie applicate sulle principali tratte europee con quella della tratta che collega gli aeroporti di Milano Linate e Roma Fiumicino emerge che, a parità di altre condizioni, la tariffa applicata in Italia è tra le più elevate in Europa, preceduta solo da quella della tratta Berlino-Francoforte.

Diritto e competitività delle imprese

Sono ampiamente riconosciuti gli effetti benefici sulla crescita e sulla competitività dell'economia di una legislazione adeguata sui vari profili dell'attività d'impresa; di una sua applicazione efficiente; di uno snellimento nella regolamentazione dei mercati.

La riforma del diritto societario muove in questa direzione (decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, entrato in vigore nel gennaio 2004; cfr. i capitoli della sezione B: *L'offerta interna* e della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002). La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata è caratterizzata dagli amplissimi spazi di libertà statutaria; quella delle società per azioni è stata resa più flessibile; sono stati riformati i sistemi di governo societario. Viene, nel complesso, offerto un quadro normativo che allarga lo spettro delle possibili opzioni e valorizza, conseguentemente, la capacità delle imprese di definire regole, procedure e strumenti più adatti alle loro esigenze.

Dato il breve periodo di operatività della riforma, misurarne gli impatti sui comportamenti delle imprese è prematuro. Le prime evidenze empiriche, riferite alla scelta della forma societaria, del modello di amministrazione e all'uso di patti parasociali, segnalano tendenze in linea con alcune aspettative.

Dimensioni e assetti proprietari delle imprese suggerivano che la riforma avrebbe potuto indurre un ricorso più contenuto alla forma di spa e un maggiore utilizzo delle srl,

che nelle nuove norme associano al beneficio della responsabilità limitata un'ampia autonomia organizzativa. Vi sono evidenze che nel 2004 ciò sia avvenuto; l'andamento appare peraltro espressione, in qualche misura, di un trend di più lungo periodo. Si osserva, inoltre, un ampio ricorso alle spa con un unico socio (non consentito dalle norme previgenti) che nel 2004 hanno rappresentato quasi il 20 per cento delle nuove spa.

Le società per azioni hanno iniziato a utilizzare i nuovi modelli di amministrazione e controllo introdotti dalla riforma: sulla base dei dati al momento disponibili (riferiti a poco meno del 40 per cento del totale) quasi l'1 per cento delle spa ha adottato il modello dualistico; lo 0,3 per cento quello monistico.

Nel corso del 2004 l'uso di patti parasociali tra i soggetti controllanti le srl, in crescita negli anni precedenti, si è notevolmente ridotto. L'andamento potrebbe essere almeno in parte spiegato dalla possibilità, offerta alle srl dal nuovo diritto societario, di utilizzare strumenti più efficaci per garantire assetti di controllo stabili.

Tra le aree del diritto dell'economia che tuttora manifestano carenze rientra il diritto fallimentare.

La durata media delle procedure fallimentari ha continuato a crescere nell'ultimo quindicennio, raggiungendo circa 7 anni e mezzo nel 2002. I costi della procedura assorbono circa il 20 per cento dell'attivo disponibile; oltre un quarto è rappresentato dalla retribuzione del curatore. I creditori privilegiati recuperano solo il 26 per cento dei loro crediti, quelli chirografari circa il 7 per cento. Tali inefficienze producono effetti negativi in termini di vincoli finanziari alla crescita, minore assunzione di rischio imprenditoriale, inadeguata e non tempestiva riallocazione delle risorse. La necessità di una revisione organica della disciplina è resa ancor più urgente dalle riforme compiute in altri paesi europei (Germania, Regno Unito, Spagna e, a breve, Francia). Le modifiche introdotte dalla legge 14 maggio 2005, n. 80, apportano miglioramenti, favorendo soluzioni concordate delle crisi e riducendo gli oneri dell'attuale regime delle revocatorie. In direzione di un più ampio disegno riformatore, che resta in larga misura da definire, muove la delega al governo, contenuta nella stessa legge, che prevede, tra l'altro, un'accelerazione delle procedure relative alle controversie fallimentari; la modifica dei requisiti per la nomina a curatore; l'attenuazione delle sanzioni e limitazioni personali a carico del fallito; l'introduzione dell'istituto della cancellazione dei debiti dell'imprenditore persona fisica assoggettata alla procedura; la semplificazione dell'accertamento del passivo; il potenziamento del ruolo dei creditori.

I confronti internazionali collocano l'Italia agli ultimi posti fra i principali paesi per durata dei processi civili, con effetti negativi sulle risultanze dell'intera economia. La lentezza delle procedure trova compensazione solo parziale nei costi di accesso alla giustizia, inferiori alla media europea. Tali valutazioni scontano, peraltro, l'assenza di un riferimento alla qualità delle decisioni che, pur costituendo la finalità primaria di un sistema giudiziario, risulta difficilmente misurabile.

L'analisi suggerisce che tra le determinanti della durata dei procedimenti vi siano, in primo luogo, fattori relativi all'offerta di giustizia, in particolare legati agli aspetti

organizzativi. Se la disponibilità di risorse umane risulta sostanzialmente in linea con quella degli altri Stati europei (il numero di magistrati per abitante è di poco superiore a quello della Francia e dei Paesi Bassi e inferiore solo a quello della Germania; ciascun magistrato può disporre di quasi cinque funzionari amministrativi, valore tra i più elevati nel confronto europeo), inefficienze emergono nel loro utilizzo. La geografia giudiziaria è frammentata: ciascun tribunale serve in media 55 mila abitanti, contro gli 842 mila dei Paesi Bassi, i 90 mila della Francia e i quasi 100 mila della Germania; può contare su sei magistrati, numero che non si discosta significativamente da quello della Francia, ma è notevolmente inferiore a quello dei Paesi Bassi (64) e della Germania (19). Una riorganizzazione dei tribunali tesa ad ampliarne le dimensioni potrebbe consentire una maggiore specializzazione dei magistrati e una più elevata flessibilità nell'uso delle risorse. Importanti benefici deriverebbero dalla diffusione di tecnologie informatiche: il progetto relativo al processo telematico, sia pure a uno stadio sperimentale, conferma l'esistenza di margini di efficienza. Sembrano ripercuotersi negativamente sulla durata dei processi elementi legati alla attuale regolamentazione della professione forense, nonché talune regole processuali. Con riferimento a queste ultime, modifiche ispirate a finalità di concentrazione e semplificazione del processo potrebbero essere efficaci. Si segnalano in proposito quelle apportate al codice di procedura civile, introdotte dalla legge 80/2005, tese a una riduzione della durata del procedimento attraverso una concentrazione degli adempimenti nelle prime udienze, un regime più rigido di preclusioni e decadenze circa la formulazione delle domande, un processo esecutivo più snello, la possibilità di stabilizzare la decisione cautelare qualora non venga intentato il giudizio di merito. Il decreto concede alle parti la facoltà di accordarsi per avviare e proseguire la causa secondo le disposizioni del cosiddetto rito societario. Tali interventi scontano, peraltro, l'assenza di un coordinamento con misure volte alla riorganizzazione e informatizzazione dei tribunali.

La congiuntura e le politiche economiche regionali

Secondo stime della Svimez nel 2004 il prodotto del Mezzogiorno è cresciuto dello 0,8 per cento, contro lo 0,4 nel 2003; nelle regioni del Centro Nord, dopo due anni di stagnazione, la crescita del PIL ha raggiunto l'1,4 per cento. La dinamica dei consumi finali è stata leggermente più sostenuta al Centro Nord (1,1) rispetto al Mezzogiorno (0,9), dove ha pesato il netto rallentamento della spesa dell'Amministrazione pubblica (0,8 per cento rispetto a 3,0 nel 2003). Gli investimenti fissi lordi, in recupero rispetto alla flessione del 2003, sono cresciuti in modo simile nelle due aree (2,1 per cento nel Mezzogiorno, 2,0 nel resto del Paese).

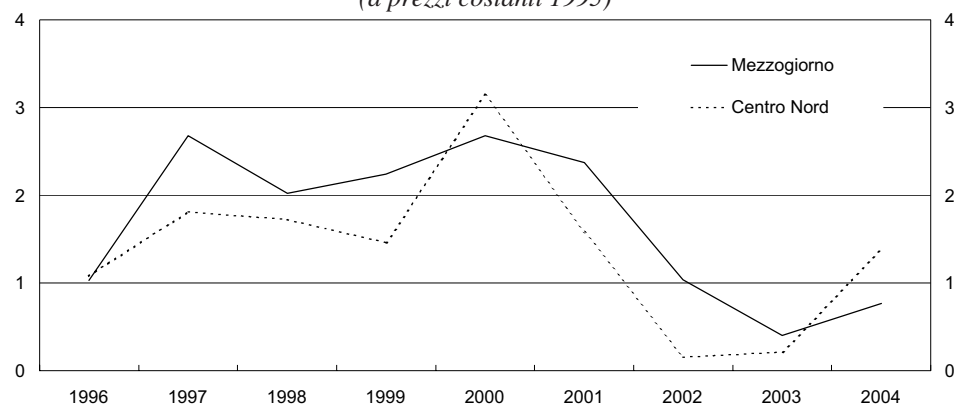
Nella media del periodo 1996-2004 la crescita del PIL a prezzi costanti è stata lievemente più sostenuta nel Mezzogiorno (1,7) rispetto al resto del Paese (1,4; fig. B10).

Nello stesso periodo, il differenziale di crescita del prodotto per abitante (1,7 contro 0,9 per cento) è accentuato dalla diversa dinamica della popolazione residente, stabile nel Mezzogiorno, in lieve aumento al Centro Nord. A fronte di un maggiore aumento del

tasso di occupazione al Centro Nord, il diverso andamento del PIL pro capite sarebbe soprattutto spiegato dalla crescita della produttività, pari a quasi l'1 per cento nel Sud e Isole e stazionaria nel resto del Paese.

Fig. B10

TASSO DI CRESCITA DEL PIL NEL MEZZOGIORNO E NEL CENTRO NORD
(a prezzi costanti 1995)



Fonte: Istat, *Conti economici territoriali*, per gli anni dal 1996 al 2003 e stime Svimez per il 2004.

Nel 2004 le esportazioni di beni sono aumentate in valore in tutte le ripartizioni (tav. B18). La crescita è stata particolarmente accentuata nel Mezzogiorno e nelle regioni nord orientali (rispettivamente 8,9 e 7,8 per cento), più contenuta nel Nord Ovest.

Tav. B18

ESPORTAZIONI PER RIPARTIZIONE GEOGRAFICA
(a prezzi correnti)

Aree geografiche	Quote percentuali 2004 (1)	Variazioni percentuali sull'anno precedente			
		2001	2002	2003	2004
Nord Ovest	40,4	5,7	-3,5	0,5	4,4
Nord Est	31,5	5,5	0,8	-2,6	7,8
Centro	15,7	2,3	0,6	-4,7	5,7
Mezzogiorno	10,7	3,6	-3,0	-2,6	8,9
Italia	100,0	4,9	-1,4	-1,6	6,1

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

(1) Il totale Italia include la quota delle esportazioni (1,7 per cento) non attribuibili geograficamente.

La crescita delle esportazioni del Mezzogiorno è spiegata, oltre che dall'aumento delle vendite di prodotti petroliferi raffinati nelle regioni insulari, dalla sostenuta dinamica del settore metalmeccanico in Abruzzo e in Puglia. Anche nel Nord Est le esportazioni sono state sostenute dalle vendite di prodotti in metallo, macchinari e mezzi di trasporto, in particolare quelli prodotti in Emilia Romagna. Sulla minore crescita delle regioni nord occidentali ha pesato l'andamento delle vendite di prodotti chimici della Lombardia e di autoveicoli del Piemonte.

In tutte le ripartizioni i maggiori incrementi delle vendite si sono avuti nei confronti di paesi esterni alla UE, in particolare Russia, Turchia e i paesi dell'EFTA; nel caso delle regioni centrali la crescita delle esportazioni verso paesi extra UE spiega interamente la variazione totale.

La politica regionale. – Il principale strumento della politica regionale è il Fondo per le aree sottoutilizzate (FAS), istituito con la legge 27 dicembre 2002, n. 289 (legge finanziaria per il 2003), che unifica tutte le risorse destinate a incentivi alle imprese o a investimenti pubblici nel Mezzogiorno e nelle aree meno sviluppate del Centro Nord.

Il FAS, gestito congiuntamente dal Ministero dell'Economia e delle finanze e da quello delle Attività produttive, è stato istituito per garantire maggior flessibilità nell'allocazione delle risorse disponibili nelle diverse forme d'intervento. L'utilizzo del fondo è regolato da principi simili a quelli vigenti nel sistema comunitario, che prevedono la verifica periodica del grado di attuazione degli interventi, la valutazione degli effetti della spesa sostenuta, l'istituzione di meccanismi di premio nei confronti delle best practices. È inoltre prevista la possibilità di trasferire risorse tra i diversi strumenti, anche attraverso revoche di finanziamenti già assegnati, al fine di accelerare l'utilizzo dei fondi. Nel 2003 la spesa a valere sulle risorse del FAS ammontava a 5,4 miliardi. Alla fine dello scorso anno il CIPE ha assegnato al fondo oltre 10 miliardi, destinandone 6,5 a interventi infrastrutturali (che includono alcune delle cosiddette grandi opere da realizzarsi nel Mezzogiorno in base alla legge 21 dicembre 2001, n. 443, Legge Obiettivo) e 3,6 a incentivi alle imprese, in prevalenza nella forma di credito d'imposta per investimenti e occupazione.

Il sistema degli incentivi alle imprese è stato di recente oggetto di una revisione che ha influito sia sull'ammontare delle assegnazioni finanziarie, sia sulle successive erogazioni. La legge finanziaria per il 2003 ha disposto che l'accesso al credito d'imposta per gli investimenti e per l'occupazione, inizialmente automatico, sia ora vincolato all'accettazione di una domanda da parte dell'Amministrazione; nel caso degli investimenti questa deve indicare un piano di realizzazione triennale soggetto a verifica da parte dell'Agenzia delle entrate.

I maggiori vincoli introdotti con le nuove disposizioni contribuiscono a spiegare il recente calo nell'utilizzo delle agevolazioni. Secondo i dati del Ministero dell'Economia e delle finanze, tra il gennaio 2003 e il novembre 2004 le risorse utilizzate per il credito d'imposta per gli investimenti ammontavano a 1,5 miliardi (1,8 nel 2002), pari al 42 per cento di quelle disponibili.

Anche la disciplina degli strumenti che fanno riferimento alla legge 19 dicembre 1992, n. 488 (agevolazioni agli investimenti e programmazione negoziata), sarà oggetto di revisione. In particolare, le agevolazioni agli

investimenti, attualmente erogate come contributo a fondo perduto, verranno progressivamente affiancate dalla concessione di credito agevolato e di credito bancario ordinario, accordato dall'istituto di credito incaricato della valutazione del progetto d'investimento. In attesa della riforma, lo scorso anno il CIPE non ha disposto l'assegnazione di risorse per il finanziamento di nuovi bandi. Secondo i dati del Ministero dell'Economia e delle finanze, nel 2004 sono state erogate agevolazioni agli investimenti per circa 655 milioni, contro i 764 milioni nel 2003.

Una recente ricerca del Servizio Studi ha analizzato l'impatto degli incentivi erogati attraverso il secondo e il terzo bando (rispettivamente del 1997 e 1998) della legge 488/92, confrontando l'attività d'investimento delle imprese agevolate e di quelle valutate non idonee. I risultati suggeriscono che gli incentivi indurrebbero soprattutto effetti di sostituzione intertemporale nelle decisioni d'investimento. Nel periodo di validità delle agevolazioni la variazione dello stock di capitale delle imprese assegnatarie risulta infatti in media superiore a quello delle imprese escluse; alla scadenza del periodo, tuttavia, le imprese beneficiarie ridurrebbero significativamente il volume degli investimenti, portandoli in media a livelli inferiori a quelli delle imprese che non avevano beneficiato delle agevolazioni.

Nel 2004 non sono stati avviati nuovi patti territoriali. I 208 patti attivi (su 220 approvati dal 1996) hanno ricevuto erogazioni per un totale di 460 milioni, contro i 593 milioni nel 2003. Lo scorso anno sono stati approvati 16 contratti di programma, che prevedono un onere complessivo per la finanza pubblica di 840 milioni e un totale di investimenti pari a più di 2.700 milioni. Nel 2004 agli oltre 70 contratti approvati dal 1996 sono state erogate risorse per 184 milioni.

L'ammontare delle risorse previste dal Quadro comunitario di sostegno 2000-06 per le spese connesse con i programmi dei fondi strutturali è, al netto dei contributi privati, di poco superiore ai 58 miliardi, cui concorrono in maniera paritaria il contributo comunitario e un cofinanziamento nazionale. Secondo i dati del Ministero dell'Economia e delle finanze, a settembre 2004 erano stati effettuati pagamenti per meno di 20 miliardi, pari al 34 per cento del totale, una quota inferiore a quanto inizialmente previsto nel profilo programmatico di spesa per il periodo 2000-08 (47 per cento). Nel corso del 2004 il ciclo di programmazione è stato rivisto per tenere conto della minore velocità di realizzazione degli obiettivi: nella nuova versione, esso prevede una forte concentrazione della spesa (circa il 35 per cento) nel biennio 2007-08, ultimo periodo di ammissibilità dei pagamenti.

IL MERCATO DEL LAVORO

L'area dell'euro

Nell'area dell'euro alla moderata ripresa dell'attività produttiva ha corrisposto una lieve accelerazione dell'occupazione. Secondo dati parzialmente stimati a partire dai conti nazionali dei paesi dell'area, il numero dei residenti occupati è aumentato, nella media del 2004 dello 0,5 per cento (0,2 nel 2003; fig. B11). L'espansione è stata tuttavia più lenta di quanto ci si poteva attendere sulla base della relazione tra occupazione e valore aggiunto osservata negli ultimi anni. Può avervi influito l'aumento dell'orario pro capite; secondo i dati dell'OCSE lo scorso anno il numero delle ore lavorate per occupato nel complesso dell'economia è tornato a salire in Francia e in Germania; si è ridotto, ma in misura minore rispetto agli anni precedenti, in Italia e in Spagna.

La tendenza alla riduzione dell'orario di lavoro è stata frenata nel 2004 da importanti mutamenti nelle relazioni industriali, oltre che da fattori strettamente congiunturali. Nell'anno, alcune importanti imprese tedesche hanno raggiunto accordi con i loro dipendenti per un allungamento dell'orario di lavoro settimanale. In due stabilimenti della Siemens l'orario è stato innalzato da 35 a 40 ore settimanali, a parità di salario; in uno della Daimler Chrysler da 35 a 39, con un aumento del salario meno che proporzionale. Negli stabilimenti della Volkswagen localizzati in Germania l'orario normale settimanale è stato aumentato di 1,5 ore, a parità di remunerazione. Orari più lunghi sono stati adottati anche nei comparti del trasporto aereo, del turismo e in quello pubblico e in stabilimenti di imprese tedesche localizzati in altri paesi, come la Francia. In quest'ultimo paese il tetto alle ore di straordinario è stato elevato da 180 a 220, soglia ulteriormente superabile previo accordo fra le parti sociali; è inoltre in corso in parlamento la discussione sulla revisione della legge che ha ridotto, dal 2002, l'orario di lavoro da 39 a 35 ore settimanali.

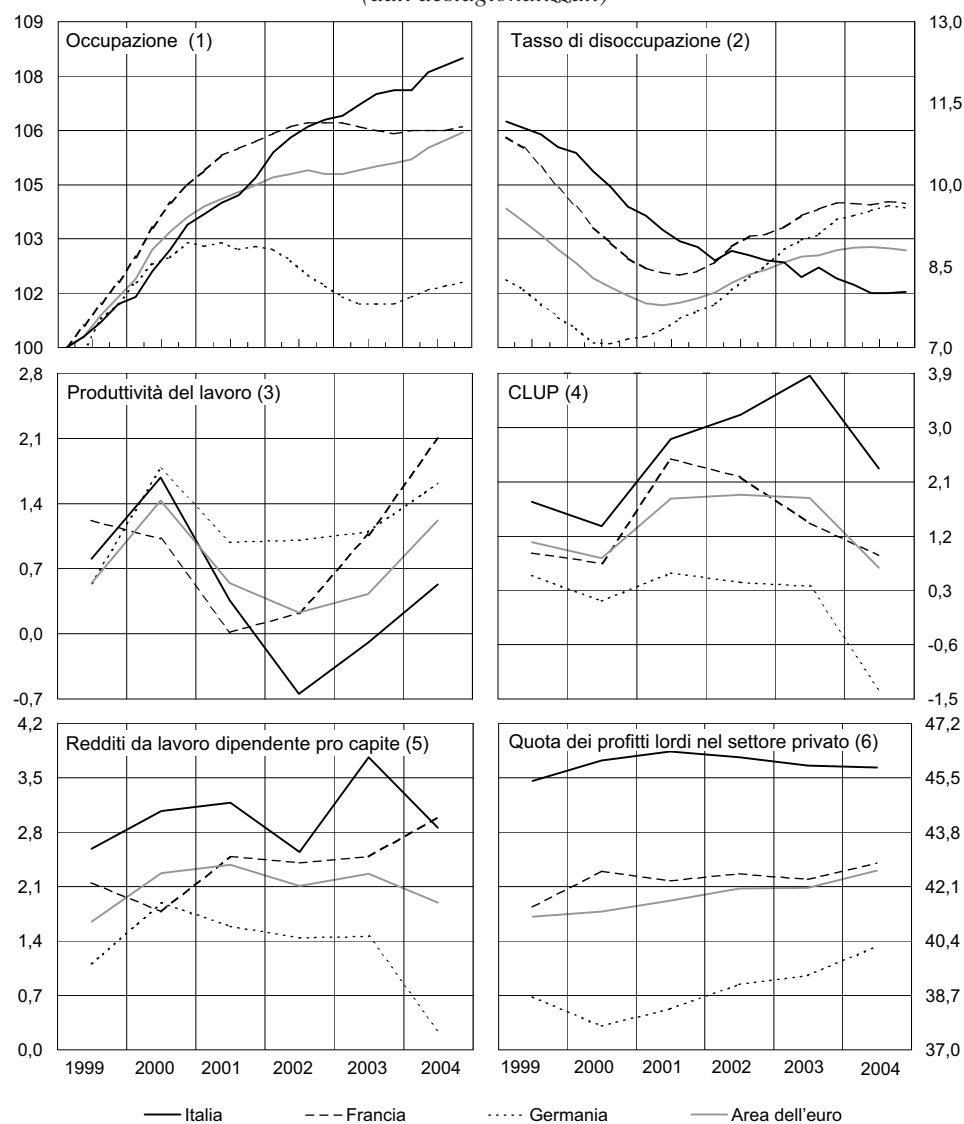
L'aumento del numero delle persone occupate si è concentrato nel settore delle costruzioni e in quello dei servizi finanziari e alle imprese (1,1 e 2,8 per cento rispettivamente). Nell'industria in senso stretto e nell'agricoltura si è registrato ancora un calo (-1,6 e -0,7 per cento rispettivamente), sebbene meno ampio che nel 2003.

L'occupazione è cresciuta in tutti i paesi dell'area con l'eccezione dei Paesi Bassi (-1,6 per cento) e della Francia (-0,1 per cento). In particolare è tornata ad aumentare in Germania (140 mila unità, pari allo 0,4 per cento), dopo un calo di 570 mila unità nel biennio 2002-03 (pari all'1,5 per cento).

L'apporto tedesco ha contribuito per oltre due terzi all'aumento del tasso di crescita dell'occupazione dell'area.

Fig. B11

MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO
(dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazione su dati Istat ed Eurostat, *Conti nazionali e Rilevazione continua sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Numero di persone; indice: 1° trimestre 1999=100. Valori parzialmente stimati. — (2) Valori percentuali. — (3) Per Italia e Francia, unità standard di lavoro. — (4) Variazioni percentuali del valore aggiunto a prezzi base ai prezzi del 1995 per occupato. — (5) Variazioni percentuali del rapporto tra redditi da lavoro dipendente pro capite e valore aggiunto a prezzi base ai prezzi del 1995 per occupato. — (6) Variazioni percentuali. — (7) Valori percentuali. Differenza tra il valore aggiunto a prezzi base e la remunerazione complessiva del lavoro (comprensiva dei redditi da lavoro imputati agli occupati autonomi sulla base dei redditi percepiti dai dipendenti nello stesso settore) in rapporto al valore aggiunto.

La disoccupazione ha riguardato, nella media del 2004, 12,7 milioni di persone, l'8,8 per cento delle forze di lavoro dell'area (l'8,7 per cento nel 2003; tav. aB34). Per i giovani che hanno meno di 25 anni il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 17,9 per cento, ma l'incremento del numero

di disoccupati in termini assoluti ha interessato prevalentemente le persone che hanno più di 24 anni e gli uomini. L'andamento della disoccupazione è stato difforme nei vari paesi. È diminuita di quasi mezzo punto percentuale in Italia e Spagna, rispettivamente all'8 e al 10,8 per cento. Lievi riduzioni si sono registrate in Belgio, in Finlandia e in Irlanda. È aumentata di quasi un punto percentuale nei Paesi Bassi, dove comunque resta su livelli frizionali, e di mezzo punto in Portogallo. In Germania è salita di 0,4 punti, al 9,5 per cento, un livello solo marginalmente più basso di quello francese, che invece è aumentato di 0,2 punti rispetto al 2003.

Dal 2000 al 2004 il tasso di disoccupazione tedesco è progressivamente cresciuto per complessivi 2,3 punti percentuali (circa 800 mila persone). Vi ha contribuito l'effetto statistico delle riforme del mercato del lavoro tedesco, che dal 1° luglio del 2003 impongono a coloro che perdono il lavoro l'obbligo di registrarsi immediatamente presso i centri per l'impiego, pena la riduzione dell'indennità di disoccupazione.

Dalla seconda metà del 2002 è in corso in Germania una profonda revisione del sistema di welfare secondo le linee indicate dalla Commissione Hartz, con l'obiettivo di accrescere l'efficienza allocativa del mercato del lavoro e di ridurre la durata e l'entità del sostegno pubblico ai disoccupati. Gli strumenti individuati per perseguire queste finalità comprendono: la riforma dei servizi pubblici per l'impiego, la definizione di nuove regole per la titolarità dei benefici, la rimodulazione dei sussidi di disoccupazione e di assistenza sociale, il sostegno alla domanda di lavoro attraverso la riduzione dei vincoli all'utilizzo del lavoro interinale e dei contratti a tempo determinato e gli incentivi al lavoro autonomo e alla creazione di nuova occupazione. Nel gennaio del 2003 sono entrate in vigore due leggi (le cosiddette Hartz I e Hartz II) che hanno attuato la prima parte del programma di riforma. In particolare è entrata in vigore la nuova regolamentazione dei contratti a tempo determinato e di quelli interinali volta a facilitarne l'utilizzo. È stato introdotto un programma per favorire la transizione dei disoccupati verso il lavoro autonomo, fornendo loro un sostegno finanziario triennale. L'offerta di lavoro di gruppi marginali, quali studenti, pensionati e donne la cui principale attività siano i lavori domestici, è stata facilitata abbassando le aliquote contributive per le occupazioni con redditi fino a 800 euro (mini-jobs), in cui sono solitamente impegnate queste figure, non sempre nel pieno rispetto della normativa vigente.

Nel gennaio del 2005 è entrato in vigore l'ultimo blocco di provvedimenti (leggi Hartz III e Hartz IV). La prima legge ha riformato l'Agenzia federale per l'impiego, le cui articolazioni territoriali fanno ora capo a un unico sportello presso il quale i disoccupati ricevono l'intera gamma dei servizi predisposti per favorire la loro transizione verso l'occupazione, inclusa la corresponsione dei sussidi di disoccupazione e di assistenza sociale, in precedenza affidata anche alle municipalità. La gestione accentrata dovrebbe garantire che tutti i senza lavoro vengano in contatto con una struttura specializzata che può meglio facilitare il loro reinserimento nell'occupazione.

La legge Hartz IV ha ridotto la durata dell'indennità di disoccupazione, ora compresa, in relazione ai contributi versati, tra i 6 e i 12 mesi per i disoccupati di età inferiore ai 55 anni e tra i 6 e i 18 mesi per gli altri. Il sussidio di disoccupazione e quello sociale sono stati unificati in un assegno minimo di sussistenza, la cui erogazione è condizionata

alla verifica dello stato di bisogno. Il nuovo strumento, che riguarda circa 5,4 milioni di persone, è finanziato dalla fiscalità generale e la sua gestione è affidata alle strutture territoriali dell'Agenzia federale. Il sussidio sociale resta in vigore solo per le persone inabili al lavoro.

L'aumento dell'attività produttiva nell'area dell'euro si è accompagnato a una ripresa della produttività del lavoro cresciuta dell'1,3 per cento, un incremento superiore a quello cumulato del triennio 2001-03 e in linea con quelli registrati nella seconda metà degli anni novanta (fig. B11). La ripresa della produttività può dipendere, oltre che da fattori ciclici, anche dall'affievolirsi degli effetti della transizione verso combinazioni produttive a più alta intensità di lavoro, innescata dalle riforme sul mercato del lavoro e dalla moderazione salariale sperimentata in molti paesi dell'area dalla seconda metà dello scorso decennio.

Il miglioramento nell'area ha riflesso la forte crescita della produttività in Francia e in Germania (2,1 e 1,6 per cento), dovuta anche all'incremento delle ore lavorate. Aumenti più modesti si sono avuti in Italia (0,5 per cento) e in Spagna (0,3 per cento).

Il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) dell'area ha rallentato allo 0,6 per cento, dal 2 per cento del 2003, per il favorevole andamento della produttività e il contestuale rallentamento del costo del lavoro unitario (all'1,9, dal 2,3 per cento del 2003). In Germania il CLUP è diminuito dell'1,3 per cento, risentendo della stazionarietà del costo del lavoro per dipendente.

I salari contrattuali tedeschi sono aumentati più dei salari di fatto. Il divario è da collegare al sempre più ampio ricorso da parte dei datori di lavoro alle "clausole di uscita", che permettono di corrispondere salari inferiori a quelli stabiliti dalla contrattazione collettiva. La capacità delle organizzazioni dei lavoratori di contrastare il fenomeno è limitata dalla possibilità, ampiamente utilizzata dalle imprese tedesche, di delocalizzare parte delle loro produzioni nei paesi dell'Est europeo. Dal 2003 i salari di fatto sono stati frenati anche dalla diffusione dei lavori a basso salario – i cosiddetti mini-jobs – favoriti dalle agevolazioni fiscali previste dalla legge Hartz II.

Nel settore privato il deflatore del valore aggiunto è aumentato nel 2004 più del CLUP, dando luogo a un aumento della quota dei profitti lordi sul valore aggiunto in tutti i maggiori paesi europei, con l'eccezione dell'Italia, dove la quota è rimasta sostanzialmente stabile.

La composizione dell'occupazione in Italia

Secondo la nuova rilevazione sulle forze di lavoro dell'Istat – che dal gennaio del 2004 ha sostituito la rilevazione trimestrale (cfr. il riquadro:

La nuova Rilevazione sulle forze di lavoro, in *Bollettino economico* n.43, 2004) – nella media del 2004 il numero delle persone occupate in Italia è stato di 22,4 milioni, 164 mila in più che nel 2003 (0,7 per cento; tav. B19). Il tasso di occupazione della popolazione in età lavorativa è rimasto sostanzialmente invariato al 57,5 per cento.

Tav. B19

**STRUTTURA PER CONDIZIONE PROFESSIONALE
DELLA POPOLAZIONE ITALIANA**
(migliaia di persone e valori percentuali)

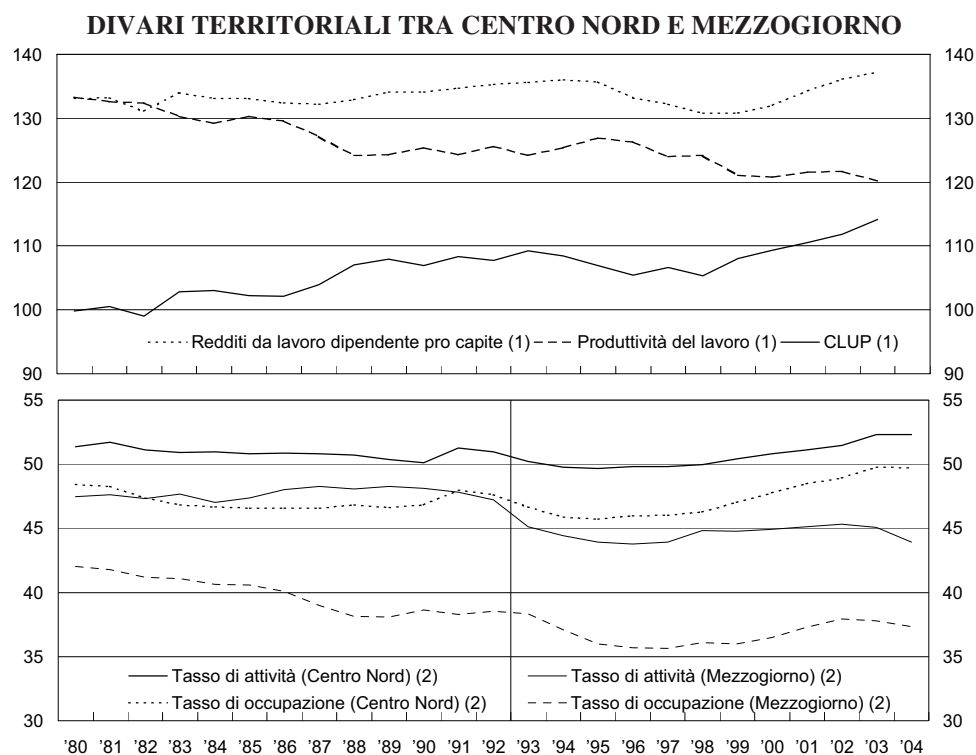
Voci	2004		Variazione 2004-2003	
	Migliaia di persone	Quote percentuali (1)	Migliaia di persone	Valori percentuali (2)
Occupati dipendenti	16.117	66,1	78	0,5
Permanente	14.209	58,3	139	1,0
a tempo pieno	12.618	51,8	103	0,8
a tempo parziale	1.590	6,5	36	2,3
Temporanei	1.909	7,8	-61	-3,1
a tempo pieno	1.491	6,1	-52	-3,4
a tempo parziale	418	1,7	-9	-2,2
Occupati indipendenti	6.288	25,8	86	1,4
a tempo pieno	5.454	22,4	138	2,6
a tempo parziale	834	3,4	-52	-5,8
Totale occupati	22.405	92,0	164	0,7
femmine	8.783	36,0	86	1,0
maschi	13.622	55,9	78	0,6
In cerca di occupazione	1.961	8,0	-88	-4,3
femmine	1.036	4,2	-76	-6,9
maschi	925	3,8	-12	-1,2
Forze di lavoro	24.366	100,0	76	0,3
femmine	9.818	40,3	9	0,1
maschi	14.546	59,7	66	0,5
Tasso di attività (15-64 anni)		62,5		-0,4
femmine		50,6		-0,3
maschi		74,5		-0,4
Tasso di occupazione (15-64 anni)		57,5		-0,1
femmine		45,2		0,1
maschi		69,7		-0,3
Tasso di disoccupazione (15-24 anni)		23,5		-0,2
femmine		27,2		-0,4
maschi		20,6		0,1

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione continua sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Per gli occupati, dipendenti e indipendenti, e le persone in cerca di occupazione, le quote sono calcolate in rapporto alle forze di lavoro. I tassi di attività e di occupazione sono calcolati con riferimento alla popolazione di età 15-64 anni. Il tasso di disoccupazione giovanile è calcolato con riferimento alle forze di lavoro della corrispondente classe di età. – (2) Per i tassi di attività, di occupazione e di disoccupazione si tratta di variazione dei livelli.

Nell'ultimo decennio l'aumento dell'occupazione ha interessato soprattutto le regioni settentrionali e centrali. Tra il 1995, anno in cui è iniziata la fase di espansione dell'occupazione ancora in corso, e il 2004, il nu-

mero delle persone occupate in Italia è cresciuto di 2.164 mila unità (10,7 per cento), 1.754 mila (12,3 per cento) al Centro Nord e 410 mila (6,8 per cento) al Sud. A fronte di una crescita della popolazione con almeno 15 anni più uniforme tra le due aree, si è aggravato il divario territoriale dei tassi di occupazione nella corrispondente classe di età, da 9,8 punti percentuali nel 1995 a 12,4 nel 2004 (fig. B12). Il differenziale di costo del lavoro del settore privato si è ampliato: il CLUP del Centro Nord è passato dal 105 al 114 per cento di quello del Sud tra il 1998 e il 2003, essenzialmente a causa di una più lenta dinamica dei redditi da lavoro nel Mezzogiorno.

Fig. B12



Fonte: Istat, *Conti regionali, Rilevazione continua sulle forze di lavoro e Rilevazione trimestrale sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Settore privato; rapporti percentuali tra i valori del Centro Nord e quelli del Mezzogiorno. - (2) Rapporti percentuali calcolati sulla popolazione di almeno 15 anni. Le serie presentano una discontinuità nel 1992.

L'aumento del differenziale retributivo a favore delle regioni centro settentrionali si riscontra anche esaminando i dati individuali resi disponibili dall'INPS e quelli dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia che permettono di tenere conto anche delle caratteristiche dei lavoratori.

Alla minore crescita dei tassi di occupazione al Sud si è associata una ripresa dei flussi migratori lordi e netti. Tra il 1995 e il 2000 i residenti nelle regioni meridionali che si sono trasferiti in comuni del Centro Nord sono aumentati da circa 100 mila a 150 mila all'anno; si sono assestati intorno

alle 130 mila unità nel biennio successivo. Questi flussi sono quantitativamente paragonabili a quelli della prima metà degli anni settanta e sono pari a poco meno della metà rispetto a quelli degli anni sessanta. L'aumento dell'emigrazione può aver contribuito alla divergenza dei tassi di occupazione, se gli emigranti hanno una maggiore probabilità di trovare un lavoro. Secondo i dati della indagine sui bilanci delle famiglie, le persone in età da lavoro emigrate dal Mezzogiorno al Centro Nord tra il 1997 e il 2002 erano più istruite e più giovani di quelle rimaste in loco: in particolare il 25 per cento aveva una laurea, rispetto al 7 per cento della popolazione residente nel Mezzogiorno; avevano in media due anni di meno.

Nel 2004, come negli anni precedenti, l'aumento del numero degli occupati si è concentrato tra i lavoratori dipendenti con un contratto a tempo indeterminato (139 mila persone) e tra i lavoratori autonomi (86 mila persone). È calato invece il numero dei dipendenti con contratto a tempo determinato (-61 mila persone).

La quota dei lavoratori assunti con un contratto a tempo determinato, rispetto al totale dei dipendenti, è scesa di 0,5 punti percentuali nel 2004, all'11,8 per cento. La riduzione, in atto dal 2000, discende da fattori ciclici e strutturali (cfr. la Relazione sull'anno 2003); a essa non corrisponde un aumento della probabilità di trovare un lavoro con contratto a tempo indeterminato per i più giovani. Dal 2001 al 2003, l'incidenza dei lavoratori a termine sul totale dei dipendenti è lievemente diminuita per i lavoratori con più di 45 anni, dal 5,5 al 5,3 per cento. È salita dal 29,6 per cento del 2001 al 32,5 nel 2003, tra le persone con meno di 23 anni e dal 13,9 al 14,5 per cento per quelle tra i 23 e i 32 anni. L'aumento della quota dei lavoratori più anziani sul totale dell'occupazione ha bilanciato la maggiore incidenza dei lavoratori a termine tra i più giovani. Al netto di questo effetto di composizione, la quota dei lavoratori con contratto a tempo determinato sarebbe cresciuta di oltre 0,3 punti percentuali tra il 2001 e il 2003.

L'occupazione di natura temporanea, definita come l'insieme dei contratti a termine, delle collaborazioni coordinate e continuative e delle prestazioni d'opera occasionali, ha interessato nel 2004 il 9,6 per cento delle famiglie italiane; nel 3,6 per cento dei casi come unica forma di occupazione (tav. B20). La presenza del solo lavoro temporaneo è più elevata (9,3 per cento) tra le famiglie con un solo occupato e specialmente tra quelle più numerose. Nel Mezzogiorno il lavoro a termine è presente nel 10,5 per cento delle famiglie; come unica forma di lavoro riguarda l'11,5 per cento dei nuclei con un solo occupato.

In un mercato del lavoro più flessibile, i percorsi lavorativi sono spesso più discontinui e le prospettive di reddito più incerte. Stime econometriche preliminari condotte dal Servizio Studi indicano che la propensione al consumo è minore quando, ceteris paribus, in una famiglia sono presenti occupati a termine. I riflessi negativi sui comportamenti di spesa e, più in generale, sulla programmazione del ciclo di vita sono amplificati, in Italia,

dall'insufficienza delle misure di protezione sociale. In base alla statistiche dell'Eurostat, nel 2001 i trasferimenti sociali per famiglia, disoccupazione, abitazione ed esclusione sociale erano in Italia solo l'1,4 per cento del PIL, la quota più bassa tra i paesi della UE e meno di un terzo della media dell'area.

Tav. B20

**INCIDENZA DEL LAVORO TEMPORANEO
E DELL'INOCCUPAZIONE TRA LE FAMIGLIE ITALIANE**
(quote sul totale delle famiglie dell'area)

Voci	1 occupato	2 occupati	3 occupati	4 o più occupati	Totale
Famiglie con almeno un occupato temporaneo (1)					
Centro Nord	2,5	4,7	1,6	0,4	9,2
Mezzogiorno	4,3	4,6	1,3	0,3	10,5
Italia	3,1	4,7	1,5	0,4	9,6
Famiglie con solo occupati temporanei (1)					
Centro Nord	2,5	0,3	0,0	0,0	2,9
Mezzogiorno	4,3	0,6	0,1	0,0	5,0
Italia	3,1	0,4	0,0	0,0	3,6
Totale famiglie con persone occupate (2)					
Centro Nord	31,7	27,5	4,4	0,9	64,6
Mezzogiorno	37,3	19,4	3,0	0,5	60,2
Italia	33,5	24,9	3,9	0,8	63,2
	1 componente	2 componenti	3 componenti	4 o più componenti	Totale
Famiglie senza occupati e senza pensionati					
Centro Nord	3,3	2,5	0,6	0,1	6,5
Mezzogiorno	3,8	4,1	1,9	1,2	11,0
Italia	3,5	3,0	1,0	0,5	8,0
Famiglie senza occupati e almeno un pensionato					
Centro Nord	15,5	12,3	1,1	0,1	28,9
Mezzogiorno	14,2	11,9	2,1	0,5	28,8
Italia	15,1	12,2	1,4	0,3	28,9
Totale famiglie					
Centro Nord	29,1	44,5	17,1	9,3	100,0
Mezzogiorno	23,4	41,9	17,5	17,1	100,0
Italia	27,3	43,6	17,3	11,8	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione continua sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Include contratti a termine, collaborazioni coordinate e continuative e prestazioni d'opera occasionali. – (2) Include contratti a tempo indeterminato, contratti a termine, collaborazioni coordinate e continuative, prestazioni d'opera occasionali e altri lavoratori autonomi.

Nel 2004 il numero dei lavoratori autonomi è cresciuto di 86 mila unità (1,4 per cento), più della metà dell'aumento in valore assoluto dell'occupazione complessiva.

Nell'ultimo decennio l'occupazione autonoma è cresciuta meno di quella dipendente (5,9 e 12,7 per cento rispettivamente; 2,7 e 10,6 per cento nel solo periodo 1995-2002).

Nel biennio 2003-04 il divario si è chiuso per la ripresa del numero degli autonomi (3,2 per cento) e il rallentamento di quello dei dipendenti (1,9 per cento). Questo diverso andamento deriva anche dalla maggiore numerosità dei lavoratori autonomi nelle classi di età più anziane, la cui quota sull'occupazione totale è progressivamente cresciuta. Può avervi influito inoltre la graduale rimozione del divieto di cumulo tra redditi da lavoro e pensione, più rapida e favorevole (almeno fino al 2003) per i redditi da lavoro autonomo (cfr. il riquadro: Composizione per età dell'occupazione e normativa previdenziale nello scorso decennio, in Bollettino economico n. 41, 2003).

Tav. B21

LE COLLABORAZIONI COORDINATE E CONTINUATIVE NELLE IMPRESE INDUSTRIALI E DEI SERVIZI ITALIANE CON ALMENO 20 ADDETTI
(quote percentuali)

Classi di addetti e aree	2003		Stato dei Co.Co.Co. in essere alla fine del 2003 dopo un anno					Conclusi
	Quota di imprese con Co.Co.Co.	Incidenza dei Co.Co.Co. sull'occupazione dipendente (1)	In vigore	Convertiti in contratti:				
				a progetto	a tempo determinato	a tempo indeterminato	di consulenza	
Industria								
Addetti								
20-49	49,4	8,5	53,6	23,5	1,8	4,3	2,1	14,8
50-199	56,3	4,0	54,2	24,0	0,8	3,0	3,4	14,5
200-499	70,1	1,8	41,0	31,6	2,2	2,0	1,2	22,0
500 e oltre	79,0	0,9	40,9	33,6	2,0	2,5	1,5	19,3
Area								
Nord-ovest	54,7	2,8	49,9	25,8	1,6	3,1	3,7	15,9
Nord-est	53,7	4,1	49,8	27,2	1,0	3,5	1,7	16,7
Centro	54,1	3,9	47,5	29,6	2,2	4,0	1,3	15,4
Sud e Isole	41,3	7,4	66,8	12,4	2,5	4,5	1,7	12,1
Totale	52,4	3,7	51,7	25,1	1,6	3,6	2,4	15,6
Servizi privati non finanziari								
Addetti								
20-49	51,4	18,5	18,3	19,6	2,2	4,2	1,5	54,2
50-199	57,1	5,5	29,8	40,6	1,9	5,1	3,6	19,1
200-499	59,0	2,0	45,5	29,4	1,1	5,5	1,5	17,1
500 e oltre	73,3	0,8	22,6	26,9	1,8	5,1	22,7	20,8
Area								
Nord-ovest	58,4	3,8	28,6	30,5	1,8	6,0	7,3	25,8
Nord-est	48,5	10,6	12,3	20,9	2,1	2,6	0,4	61,7
Centro	54,5	3,8	29,2	36,6	3,0	7,4	4,9	19,0
Sud e Isole	51,1	6,9	40,5	18,3	1,1	5,7	3,1	31,2
Totale	53,7	6,0	22,4	25,2	2,0	4,5	3,1	42,9
Totale ...	52,9	4,6	35,9	25,1	1,8	4,1	2,7	30,3

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

(1) Con riferimento alle sole imprese che utilizzavano contratti di collaborazione coordinata e continuativa alla fine del 2003.

Il decreto legislativo 10 settembre 2003, n. 276 di attuazione della legge 14 febbraio 2003, n. 30 (cosiddetta legge Biagi) ha previsto, tra l'altro, che le collaborazioni coordinate e continuative (Co.Co.Co.) stipulate prima del 24 ottobre 2004 sarebbero rimaste efficaci fino a esaurimento o al massimo per un anno, fatte salve alcune specifiche eccezioni. Il contratto di lavoro a progetto è lo strumento normativo disegnato per regolamentare quei rapporti di lavoro non subordinato in precedenza previsti sotto forma di Co.Co.Co.

Secondo le indagini della Banca d'Italia presso le imprese industriali e dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti, alla fine del 2003 il 52,9 per cento delle imprese ricorreva ai Co.Co.Co., in particolare quelle di maggiori dimensioni (tav. B21); i rapporti di lavoro regolati da questa forma contrattuale costituivano il 4,6 per cento dell'occupazione dipendente regolare, il 3,7 per cento nelle imprese industriali e il 6 per cento in quelle dei servizi; l'incidenza era significativamente maggiore tra le imprese più piccole. In seguito all'obbligo di trasformazione introdotto dalla legge Biagi, alla fine del 2004 circa il 30 per cento dei rapporti Co.Co.Co. in vigore un anno prima è stato risolto con la cessazione del rapporto di lavoro, mentre il 25 per cento è stato trasformato in contratti di lavoro a progetto; circa il 10 per cento ha assunto la forma di contratto di lavoro a tempo determinato, indeterminato o di consulenza. Il resto risulta ancora in vigore dopo un anno.

I lavoratori stranieri hanno continuato ad alimentare la crescita dell'occupazione. Approssimandone il numero con la somma dei dipendenti extracomunitari iscritti negli archivi dell'INPS, dei permessi di soggiorno concessi per lavoro autonomo e degli occupati stranieri irregolari secondo i conti nazionali, se ne può stimare la consistenza, per il 2002, a 1,7 milioni, di cui circa 1,3 regolari.

L'input di lavoro e gli andamenti settoriali in Italia

Nella media del 2004 l'input di lavoro, misurato nei conti nazionali dalle unità standard, è aumentato dello 0,8 per cento (191 mila unità; tav. B22), più in linea con l'incremento del numero di persone occupate sul territorio nazionale (212 mila unità, pari allo 0,9 per cento), rispetto a quanto accaduto nel 2003.

Nel mese di aprile l'Istat ha diffuso le stime sull'ammontare complessivo delle ore effettivamente lavorate per il periodo 1993-2003. Esse si basano su tutte le posizioni lavorative presenti sul territorio nazionale, indipendentemente dalla forma contrattuale e dalla regolarità. Il monte ore effettivamente lavorato, calcolato sommando le ore lavorate di ogni posizione lavorativa, è una misura più precisa dell'input di lavoro rispetto alle unità standard, perché tiene conto anche dello straordinario e delle assenze per qualsiasi motivo.

Nel periodo 1993-2003 l'input di lavoro misurato con le ore è aumentato del 4,3 per cento, circa due punti in meno rispetto alle unità standard (6,5 per cento). L'orario annuo

effettivamente lavorato per posizione lavorativa, cioè per posto di lavoro, è sceso di circa 7 ore (lo 0,5 per cento); era aumentato di 23 ore (1,7 per cento) tra il 1993 e il 1999; nei successivi quattro anni si è contratto di 31,1 ore (-2,1 per cento), risentendo della fase ciclica sfavorevole.

Tav. B22

INPUT DI LAVORO NEI SETTORI DELL'ECONOMIA ITALIANA
(unità standard di lavoro; quote e variazioni percentuali)

Branche	Totale				Dipendenti			
	Quote		Variazioni		Quote		Variazioni	
	1994	2004	$\frac{2004}{1994}$	$\frac{2004}{2003}$	1994	2004	$\frac{2004}{1994}$	$\frac{2004}{2003}$
Agricoltura, silvicoltura e pesca	7,5	5,2	-24,1	0,4	3,9	3,0	-15,6	2,6
Industria in senso stretto	23,0	21,3	0,4	-0,4	27,1	25,0	1,3	-0,7
di cui: attività manifatturiere	22,1	20,7	1,5	-0,3	25,8	24,1	2,7	-0,6
Costruzioni	6,8	7,3	16,5	3,4	5,9	6,2	14,5	3,4
Servizi	62,7	66,1	14,4	0,9	63,0	65,8	14,9	0,6
Commercio e riparazioni	15,4	15,1	6,6	0,0	10,2	11,5	24,7	0,0
Alberghi e ristoranti	5,0	5,5	19,0	1,9	4,0	4,2	15,1	1,5
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,1	6,1	7,7	-0,5	6,7	6,6	7,5	-0,9
Intermediazione monetaria e finanziaria	2,8	2,6	2,6	-0,5	3,5	3,3	3,6	-0,4
Servizi a imprese e famiglie (1) ..	7,5	11,4	64,8	4,1	6,0	9,0	66,5	4,6
Pubblica Amministrazione (2)	6,4	5,4	-8,8	-1,7	9,2	7,6	-8,8	-1,7
Istruzione	7,0	6,5	1,1	-0,4	9,4	8,5	-0,9	-0,5
Sanità	5,5	5,5	8,7	1,7	6,4	6,3	8,4	1,3
Altri servizi pubblici, sociali e personali	3,9	4,5	26,4	2,4	3,4	4,2	35,8	2,2
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	3,0	3,3	19,9	0,5	4,3	4,7	19,9	0,5
Totale ...	100,0	100,0	8,4	0,8	100,0	100,0	10,0	0,4

Fonte: Istat, Conti nazionali.

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

Per il complesso dell'economia, la produttività del lavoro è aumentata, nel periodo 1993-2003, del 14,1 per cento (equivalente a un tasso medio annuo dell'1,3 per cento, tav. B23) se l'input di lavoro è misurato con le ore, dell'11,7 per cento se l'input è misurato in unità standard (equivalente a un tasso medio annuo dell'1,1 per cento). Il divario più ampio si registra nel comparto agricolo, complessivamente circa dieci punti percentuali; differenze positive, ancorché di entità variabile, si sono registrate in tutti i comparti del settore manifatturiero. Tra il 2000, picco dell'ultima fase espansiva, e il 2003 la produttività oraria del lavoro dell'intera economia è aumentata in media dello 0,2 per cento all'anno, a fronte di un calo medio dello 0,1 per cento di quella basata sulle unità standard.

Nel periodo 1993-2003 il CLUP è cresciuto del 17,6 per cento misurando l'input di lavoro in termini orari, del 21,2 per cento in termini di unità standard. Il divario tra la dinamica delle due misure risulta contenuto solo nell'industria in senso stretto (15,6 per cento in termini orari, 16,3 in termini di unità standard).

PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO IN ITALIA
(variazioni medie annue; in percentuale)

Voci	1993-2003		2000-2003	
	Produttività per unità standard	Produttività oraria	Produttività per unità standard	Produttività oraria
Agricoltura	3,3	4,0	-1,3	-0,9
Industria in senso stretto	1,4	1,6	-0,4	-0,2
di cui: <i>attività manifatturiere</i>	1,1	1,4	-1,0	-0,8
Costruzioni	0,2	0,2	-0,7	-0,2
Servizi	0,8	0,8	0,0	0,3
Commercio	1,4	1,6	-0,1	0,0
Intermediazione finanziaria	1,5	1,6	-1,2	-0,7
Servizi alle imprese e alle famiglie	-1,7	-1,8	-1,4	-0,3
Pubblica Amministrazione	1,2	1,7	1,5	2,7
Istruzione	-0,5	-1,2	-0,2	0,4
Sanità	1,6	1,8	3,5	4,5
Totale ...	1,1	1,3	-0,1	0,2

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

Nel 2004 la domanda di lavoro nell'agricoltura è aumentata per la prima volta dal 1983 (0,4 per cento; 5 mila unità), favorita dal significativo sviluppo dell'attività produttiva (10,8 per cento in termini di valore aggiunto ai prezzi base del 1995).

Nell'industria in senso stretto l'input di lavoro è nuovamente diminuito, dello 0,4 per cento (-0,3 nel 2003), pari a 21 mila unità. Nel solo comparto manifatturiero il calo è stato pari a 15 mila unità (-0,3 per cento, -0,2 per cento nel 2003). Anche nel 2004 le flessioni maggiori si sono registrate nei settori tessile e conciario (-20 mila unità); l'occupazione è calata in misura pronunciata (-14 mila unità) anche nei settori della produzione e lavorazione dei metalli e della lavorazione di minerali non metalliferi.

Secondo l'indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese industriali con almeno 20 addetti, la flessione del numero di occupati dipendenti nel 2004 ha interessato tutte le ripartizioni territoriali e tutte le classi dimensionali; si è accompagnata a una minore incidenza dell'occupazione a tempo determinato e a una ripresa delle ore effettivamente lavorate per dipendente. Nel 2004 si è ancora ridotto il turnover, per effetto di minori assunzioni e minori cessazioni (tav. B24).

Nel comparto delle costruzioni è proseguita la sostenuta espansione dell'occupazione iniziata alla fine dello scorso decennio (3,4 per cento, 60 mila unità rispetto al 2003). Tra il 1998 e il 2004 l'aumento è stato pari al 20,1 per cento (300 mila unità), di cui oltre due terzi realizzati successivamente al 2000, picco dell'ultima fase espansiva, grazie alla forte crescita del valore

aggiunto (11,1 per cento tra il 2000 e il 2004), favorita dagli incentivi alla riqualificazione del patrimonio abitativo e dall'espansione del mercato immobiliare.

Tav. B24

OCCUPAZIONE E ORARI DI LAVORO NELLE IMPRESE INDUSTRIALI ITALIANE CON ALMENO 20 ADDETTI
(valori percentuali)

Voci	2003	2004								
		Totale	Numero di addetti				Area geografica (1)			
			20-49	50-199	200-499	500	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
<i>Occupazione dipendente</i>										
Occupazione media (2)	-1,4	-1,6	-1,3	-1,1	-0,5	-2,9	-2,2	-1,1	-0,9	-1,3
Occupazione alla fine dell'anno (2)	-1,8	-1,4	-1,3	-1,6	-1,0	-1,3	-1,7	-1,3	-0,5	-1,4
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno ..	5,9	5,5	5,7	6,1	5,3	4,7	4,7	5,7	6,2	6,5
Quota di lavoratori immigrati ...	2,9	3,1	4,1	3,1	3,0	1,8	....	....	....	....
<i>Turnover (3)</i>										
Turnover (4)	29,1	26,6	26,2	29,6	25,4	24,8	21,2	29,0	27,2	38,1
Assunzioni	13,7	12,6	12,4	14,0	12,2	11,8	9,7	13,8	13,4	18,4
a tempo indeterminato	5,7	5,2	6,5	5,2	4,6	4,4	4,4	6,0	5,2	6,1
a tempo determinato	8,0	7,4	6,0	8,8	7,6	7,3	5,4	7,8	8,2	12,2
Cessazioni	15,4	14,0	13,7	15,6	13,2	13,1	11,5	15,1	13,9	19,7
per fine contratto a tempo determinato	8,0	7,6	6,2	8,1	7,6	8,3	5,3	8,2	8,2	12,7
per altri motivi	7,3	6,4	7,5	7,5	5,6	4,7	6,1	6,9	5,6	7,0
<i>Orario di lavoro</i>										
Ore lavorate per dipendente (2)	-0,7	0,8	0,8	1,0	0,7	0,7	0,8	0,6	1,3	0,8
Incidenza del lavoro straordinario (5)	4,1	4,1	3,8	4,1	4,0	4,5	4,3	4,0	3,8	3,9
Incidenza del lavoro interinale (5) (6)	2,0	2,1	....	1,7	2,6	2,5	2,3	2,2	1,7	1,9
Incidenza della CIG (5) (6)	1,5	1,6	....	1,6	1,2	1,9	1,9	1,0	1,5	2,5

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Localizzazione effettiva degli addetti. - (2) Variazioni percentuali sull'anno precedente. - (3) Flussi nell'anno in rapporto alla media tra occupazione a inizio e fine anno. - (4) Somma di assunzioni e cessazioni. - (5) In rapporto alle ore effettivamente lavorate dai dipendenti. - (6) Totale riferito alle sole imprese con almeno 50 addetti.

Nel settore dei servizi l'input di lavoro è cresciuto di 147 mila unità (0,9 per cento), per effetto dell'aumento di 128 mila unità nel comparto privato (1,2 per cento) e di 19 mila unità (0,4 per cento) in quello pubblico. La crescita nei servizi privati è dovuta al favorevole andamento del comparto alberghiero (1,9 per cento) e di quello dei servizi alle famiglie e alle imprese

(3,3 per cento), che hanno più che compensato il calo dello 0,5 per cento nel settore dei trasporti e in quello dell'intermediazione monetaria e finanziaria.

Sulla base della rilevazione della Banca d'Italia sulle imprese dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti, l'occupazione è aumentata, nella media del 2004, dell'1,7 per cento (tav. B25). L'incremento, diffuso in tutte le aree del Paese, è stato maggiore nel Mezzogiorno e nelle imprese tra 50 e 200 addetti. Vi ha corrisposto un'ulteriore lieve riduzione delle ore lavorate pro capite e un leggero aumento dell'incidenza del lavoro interinale e di quello a termine. Il turnover, pur mantenendosi al di sopra del 50 per cento, si è significativamente ridotto rispetto al 2003.

Tav. B25

**OCCUPAZIONE E ORARI DI LAVORO NELLE IMPRESE
DEI SERVIZI PRIVATI NON FINANZIARI CON ALMENO 20 ADDETTI**
(valori percentuali)

Voci	2003	2004								
		Totale	Numero di addetti				Area geografica (1)			
			20-49	50-199	200-499	500	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
<i>Occupazione dipendente</i>										
Occupazione media (2)	1,4	1,7	1,2	2,8	1,7	1,4	1,9	0,9	1,5	3,2
Occupazione alla fine dell'anno (2)	1,7	1,1	0,7	1,4	1,4	1,2	0,9	0,4	1,6	2,3
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno	9,3	9,5	11,0	11,5	8,9	7,5	9,1	10,8	8,6	9,3
Quota di lavoratori immigrati ..	3,9	4,1	3,2	3,4	5,6	4,8	....	....	....	....
<i>Turnover (3)</i>										
Turnover (4)	56,8	50,7	55,4	57,9	58,2	40,6	40,5	62,5	51,5	55,7
Assunzioni	29,2	25,9	28,0	29,7	29,8	20,9	20,7	31,4	26,6	29,0
a tempo indeterminato	11,6	10,3	10,2	9,8	11,7	10,2	8,5	11,3	10,3	13,2
a tempo determinato	17,6	15,6	17,8	19,8	18,1	10,7	12,2	20,1	16,3	15,8
Cessazioni	27,6	24,8	27,3	28,3	28,4	19,7	19,8	31,0	25,0	26,7
per fine contratto a tempo determinato	18,2	16,3	18,5	20,2	17,1	12,2	11,9	22,6	16,6	16,2
per altri motivi	9,4	8,5	8,9	8,1	11,3	7,5	7,9	8,4	8,4	10,5
<i>Orario di lavoro</i>										
Ore lavorate per dipendente (2)	0,5	-0,4	-1,0	-0,1	0,3	-0,3	-0,5	-1,1	0,4	0,1
Incidenza del lavoro straordinario (5)	5,6	5,3	4,2	5,3	5,5	6,0	5,5	5,0	5,4	4,8
Incidenza del lavoro interinale (5) (6)	0,9	0,8	....	0,4	0,6	1,4	0,8	1,1	0,4	0,5

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese dei servizi*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Localizzazione effettiva degli addetti. - (2) Variazioni percentuali sull'anno precedente. - (3) Flussi nell'anno in rapporto alla media tra occupazione a inizio e fine anno. - (4) Somma di assunzioni e cessazioni. - (5) In rapporto alle ore effettivamente lavorate dai dipendenti. - (6) Totale riferito alle sole imprese con almeno 50 addetti.

È proseguita la contrazione degli organici della Amministrazione pubblica, avviatasi nel 1993; nell'anno appena trascorso la domanda di lavoro si è ridotta dell'1,7 per cento (23 mila unità), portando a 152 mila unità la diminuzione del numero di occupati registrata a partire dal 1993 (-10,3 per cento). Gli organici sono calati ancora nel settore dell'istruzione. Il numero di occupati è invece tornato a crescere nel comparto sanitario, dopo la flessione dello scorso anno.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nella media del 2004 il tasso di disoccupazione in Italia è stato dell'8 per cento, in calo di 0,4 punti percentuali rispetto al 2003 (tav. B19). La riduzione ha interessato prevalentemente i disoccupati di lunga durata, coloro che sono in cerca di lavoro da più di dodici mesi, la cui quota sulle forze di lavoro è passata dal 4 al 3,7 per cento, e le donne, soprattutto quelle delle regioni meridionali. Per la componente maschile, il calo è stato limitato alle regioni meridionali, quasi completamente compensato dall'aumento registrato al Centro Nord.

Negli ultimi dieci anni il tasso di disoccupazione, in Italia è sceso di 3,1 punti percentuali, dall'11,1 nel 1995 all'8 nel 2004, un livello inferiore alla media dell'area dell'euro. La componente maschile è scesa dall'8,6 per cento al 6,3 per cento; quella femminile dal 15,3 al 10,5 per cento.

Fino al 2003 la riduzione della disoccupazione è avvenuta in presenza di un ampliamento dell'offerta di lavoro, sia in valore assoluto sia in rapporto alla popolazione; il tasso di attività, limitatamente alle persone di età compresa fra i 15 e i 64 anni, è salito dal 58,4 al 62,9 per cento tra il 1995 e il 2003, sospinto dall'aumento di quello femminile (salito nello stesso periodo dal 44,3 al 51 per cento) più che da quello maschile (aumentato dal 72,5 al 74,9 per cento). Nel 2004, l'offerta di lavoro è aumentata dello 0,3 per cento (76 mila unità); tuttavia, in rapporto alla popolazione in età lavorativa, si è contratta per la prima volta nel decennio scendendo al 62,5 per cento, 0,4 punti percentuali in meno del 2003, sia per le donne sia per gli uomini, prevalentemente nelle regioni meridionali. In questa area la riduzione dell'occupazione per il secondo anno consecutivo può avere indotto i disoccupati a interrompere la ricerca di un lavoro e scoraggiato gli inattivi a entrare tra le forze di lavoro.

La nuova indagine dell'Istat sulle forze di lavoro, condotta in tutte le settimane dell'anno, include anche una domanda inerente alla condizione sul mercato del lavoro un anno

prima della data dell'intervista; in precedenza la domanda era inclusa solo nel questionario del mese di aprile. È quindi possibile stimare le matrici di transizione tra condizioni sul mercato del lavoro per tutte le persone intervistate nell'arco dell'intero anno. Il Mezzogiorno si caratterizza come un'area di notevole mobilità in ingresso e in uscita dalla condizione di attività, sensibilmente più elevata che al Centro Nord (tav. B26). Nel 2004 il differente andamento dell'offerta di lavoro tra il Centro Nord e le regioni meridionali non è riconducibile agli ingressi, leggermente superiori al Sud (6,2, contro il 5,1 per cento nel Centro Nord), quanto piuttosto ai flussi di uscita, più che doppi nel Mezzogiorno (9,7, contro il 4,3 per cento del Centro Nord). In particolare il calo dell'offerta meridionale è da ricondurre prevalentemente ai maschi, il cui tasso di uscita è stato di circa due volte superiore rispetto a quello in entrata. Il flusso in ingresso femminile (3,8 per cento) è stato prevalentemente alimentato dalle donne che in precedenza erano impegnate in attività domestiche. Quello in uscita complessivo del Sud si dirige prevalentemente verso gli inattivi con meno di 64 anni e diversi dagli studenti, a testimonianza di un significativo "effetto di scoraggiamento".

Tav. B26

FLUSSI DI ENTRATA E USCITA DALLE FORZE DI LAVORO NEL 2004
(in quota percentuale sulle consistenze delle forze di lavoro)

Voci	Centro Nord			Sud e Isole		
	Maschi	Femmine	Totale	Maschi	Femmine	Totale
Ingressi da	2,0	3,1	5,1	2,4	3,8	6,2
Addetti ai lavori domestici	0,0	1,3	1,4	0,0	2,0	2,1
Studenti	1,1	1,2	2,3	1,3	1,3	2,6
Ritirati dal lavoro	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
Altre condizioni	0,5	0,4	1,0	0,9	0,4	1,3
Uscite verso	1,9	2,3	4,3	4,9	4,8	9,7
Inattivi non studenti	1,8	2,3	4,1	4,6	4,7	9,3
Inattivi studenti	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Ultra 64-enni	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	0,3

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

Nel 2004, quasi 8 milioni di famiglie (il 36,9 per cento del totale; tav. B20) non avevano alcun componente occupato. Si può stimare che in circa tre quarti di questi nuclei fosse presente almeno una persona titolare di una pensione di vecchiaia o di anzianità. Per la rimanente frazione si trattava di nuclei familiari con tutti i componenti disoccupati o inattivi. La contemporanea assenza di occupazione e di pensioni riguardava il 12,8 per cento delle famiglie con un solo componente con almeno 15 anni e il 6,6 per cento di quelle con due o tre componenti; per le altre tipologie l'incidenza era minore.

Nelle regioni meridionali le famiglie senza occupati erano il 39,8 per cento del totale. Quelle senza occupati né pensionati ammontavano all'11 per cento. Tra i nuclei con un solo componente con almeno 15 anni, quelli

senza lavoro erano il 76,9 per cento e si riducevano al 16,3 escludendo quelli con almeno un pensionato. Queste proporzioni erano pari rispettivamente al 33,7 e al 10,1 per cento nei nuclei con due o tre componenti.

Il concentrarsi della disoccupazione nelle famiglie con pochi occupati, oltre che aggravare il loro stato di disagio, limita la possibilità dei componenti di trovare lavoro attraverso l'utilizzo dell'importante canale della rete delle conoscenze personali.

Analisi econometriche condotte dal Servizio Studi mostrano che per un individuo in cerca di lavoro la probabilità di trovarlo risente, oltre che del contesto macroeconomico, anche della condizione occupazionale delle persone appartenenti alla cerchia sociale a lui più prossima. Con riferimento a un campione di addetti all'industria manifatturiera licenziati per chiusura dell'impianto, le stime mostrano che, a parità di altre circostanze, la durata della loro disoccupazione diminuisce all'aumentare della quota dei loro conoscenti occupati. Nel complesso, i risultati suggeriscono che la condizione di disoccupato, oltre ad avere effetti sulla medesima persona in cerca di lavoro, può influire negativamente anche sulla probabilità di trovare un impiego degli individui più prossimi eventualmente anch'essi disoccupati.

Il contributo dei giovani tra 15 e 25 anni all'offerta di lavoro complessiva si è rapidamente ridotto nell'ultimo decennio per il contrarsi della numerosità delle loro coorti e per l'ampliarsi della loro partecipazione alla formazione scolastica. Ne è derivato anche un calo del tasso di disoccupazione giovanile.

Il tasso di scolarità delle scuole secondarie superiori, definito come il rapporto tra gli iscritti e la popolazione di età compresa tra i 14-18 anni, è cresciuto dall'80 per cento nell'anno scolastico 1995-96 al 89,8 per cento nel 2001-02; nello stesso periodo il numero dei diciannovenni in possesso di un diploma di scuola secondaria superiore è salito dal 63,1 al 72,8 per cento. L'incremento della partecipazione all'istruzione universitaria è stato altrettanto rapido: gli iscritti all'istruzione di livello universitario, in rapporto ai giovani tra i 20 e i 24 anni, sono aumentati dal 39 per cento del 1995 al 51 per cento del 2003. La crescita è stata particolarmente elevata dall'anno accademico 2000-01, con l'istituzione dei corsi di laurea triennali.

L'offerta di lavoro continua a beneficiare della crescita della popolazione; nell'ottobre 2004 il numero dei residenti in Italia era pari a 58,3 milioni, 1,35 milioni in più (2,4 per cento) rispetto a quello del 21 ottobre 2001, data dell'ultimo censimento della popolazione; l'aumento è interamente dovuto all'immigrazione, mentre il saldo naturale è ormai negativo dal 1993. Al 1° gennaio 2004 i cittadini stranieri iscritti alle anagrafi italiane erano quasi 2 milioni (441 mila in più rispetto alla stessa data del 2003). L'incremento rispetto alla data del censimento della popolazione, è stato di oltre 655 mila unità. Sulla base dei permessi di soggiorno rilasciati

per i normali flussi di immigrazione e per le regolarizzazioni consentite dalla legge 30 luglio 2002, n. 189, si stima che la popolazione straniera legalmente presente in Italia sia di circa 2,5 milioni di persone, superiore di quasi 500 mila unità a quella residente in conseguenza dello sfasamento temporale tra l'ottenimento del permesso di soggiorno e l'iscrizione all'anagrafe. In percentuale della popolazione totale gli stranieri residenti rappresentavano all'inizio del 2004 il 3,4 per cento, contro il 2,7 del 2003 e il 2,3 del censimento.

Le retribuzioni e il costo del lavoro in Italia

Nel 2004 le retribuzioni di fatto per unità standard di lavoro dipendente dell'intera economia, misurate dai conti nazionali, hanno rallentato al 3 per cento dal 3,3 del 2003 (tav. B27); l'aumento in termini reali, pari allo 0,8 per cento, è invece risultato più elevato di quello del 2003 (0,6 per cento). Le retribuzioni contrattuali sono rimaste in linea con l'inflazione prevista da *consensus forecasts*, che nei rinnovi degli ultimi tre anni ha sostituito quella programmata come guida alla definizione degli incrementi salariali, mutando di fatto una delle principali regole della politica dei redditi definita con gli accordi del 1992-93. Nel periodo 1994-2004 la contrattazione collettiva ha sostanzialmente mantenuto il potere di acquisto delle retribuzioni contrattuali; dal dicembre del 1993 al marzo del 2005 queste ultime sono cresciute del 35 per cento nel comparto privato e del 35,5 per cento in quello pubblico (per la parte sottoposta a contrattazione collettiva), contro un incremento del 36 per cento dell'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale. Tra il 1993 e il 2004 i salari reali di fatto sono aumentati meno della produttività (5,2 e 12,2 per cento rispettivamente), specialmente nel settore privato (3,7 e 12,6 per cento rispettivamente) e soprattutto per le coorti di lavoratori più giovani.

Secondo i dati dell'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, tra il 1986 e il 2002 le retribuzioni mensili nette medie dei lavoratori maschi di età compresa tra i 15 e i 30 anni, impiegati a tempo pieno, sono diminuite dall'80 per cento circa al 70 per cento di quelle dei lavoratori di età compresa tra i 45 e i 65 anni. Per le donne, il rapporto è sceso dall'86 al 77 per cento. L'ampliarsi di questo divario è riconducibile principalmente all'andamento del salario di ingresso. Secondo i dati dell'INPS, le retribuzioni reali dei giovani all'entrata nel mercato del lavoro sono diminuite nel corso della prima metà degli anni novanta, riportandosi sui livelli del 1977. Il calo dei salari di ingresso non sembrerebbe compensato da una più rapida progressione delle loro retribuzioni nel corso della carriera lavorativa. Questa dinamica dei salari dei giovani, più che quella dei salari medi, concorre in misura rilevante a spiegare il forte aumento dell'occupazione nell'ultimo decennio.

COSTO DEL LAVORO E PRODUTTIVITÀ IN ITALIA
(variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)

Anni	Valore aggiunto a prezzi base ai prezzi del 1995	Unità standard di lavoro totali	Prodotto per unità standard di lavoro	Retribuzione per unità standard di lavoro dipendente	Costo del lavoro per unità standard di lavoro dipendente (1)	CLUP (1)	Quota del lavoro sul valore aggiunto a prezzi base (1) (2)	Produttività totale dei fattori (3)	
								non corretta	corretta
<i>Industria in senso stretto</i>									
1981-1985	0,1	-2,8	3,0	15,8	16,2	12,8	66,9	1,3	1,8
1986-1990	3,2	0,6	2,5	7,3	8,0	5,3	64,6	1,9	0,8
1991-1995	1,5	-1,7	3,2	5,8	5,9	2,6	67,2	2,1	1,2
1996-2000	1,1	0,1	1,0	3,4	2,6	1,5	64,2	0,4	0,1
2002	-0,3	0,5	-0,8	2,5	2,2	3,1	63,8	-1,3	-0,8
2003	-1,0	-0,3	-0,7	2,7	2,9	3,6	64,8	-1,2	-1,5
2004	0,3	-0,4	0,7	3,2	3,3	2,5	64,7	0,2	-0,6
<i>Costruzioni</i>									
1981-1985	0,1	-1,3	1,4	15,9	15,1	13,5	63,5	0,2	-
1986-1990	1,9	-0,4	2,3	9,9	10,4	7,9	66,0	2,0	-
1991-1995	-1,3	-0,6	-0,6	4,5	4,5	5,2	70,1	-0,5	-
1996-2000	1,3	0,8	0,5	3,4	2,3	1,8	70,4	-0,2	-
2002	2,6	2,6	0,0	1,8	2,4	2,4	71,2	-0,7	-
2003	2,3	2,9	-0,5	2,3	3,1	3,6	72,1	-0,7	-
2004	2,7	3,4	-0,7	3,6	3,7	4,4	72,3	-0,7	-
<i>Servizi privati (4) (5)</i>									
1981-1985	3,0	3,7	-0,7	14,0	13,4	14,2	75,5	-0,6	-
1986-1990	3,7	1,7	2,0	7,0	7,3	5,1	71,2	1,4	-
1991-1995	1,7	-0,3	1,9	5,7	5,5	3,5	70,3	1,0	-
1996-2000	3,4	2,2	1,2	3,2	2,2	1,0	65,4	0,8	-
2002	1,0	2,1	-1,1	2,2	2,2	3,4	64,7	-1,5	-
2003	0,9	1,5	-0,7	2,2	2,6	3,2	65,3	-0,9	-
2004	0,5	1,3	-0,8	2,3	2,4	3,2	65,6	-1,1	-
<i>Settore privato (5)</i>									
1981-1985	1,5	-0,2	1,6	15,4	15,3	13,4	74,5	1,0	-
1986-1990	3,2	0,4	2,7	7,4	7,9	5,0	71,3	2,0	-
1991-1995	1,4	-1,2	2,6	5,8	5,7	3,0	71,5	1,7	-
1996-2000	2,4	0,9	1,5	3,4	2,5	1,0	66,8	1,0	-
2002	0,5	1,4	-0,9	2,3	2,2	3,1	65,9	-1,3	-
2003	0,1	0,7	-0,6	2,6	2,9	3,5	66,6	-1,0	-
2004	1,0	0,9	0,1	2,6	2,7	2,6	66,8	-0,2	-
<i>Totale economia (5)</i>									
1981-1985	1,6	0,5	1,1	15,2	15,1	13,9	77,5	0,6	0,3
1986-1990	2,8	0,7	2,1	8,1	8,5	6,3	74,8	1,5	1,2
1991-1995	1,2	-0,8	2,0	5,0	5,3	3,1	75,1	1,4	0,9
1996-2000	2,2	0,8	1,3	3,5	2,8	1,5	70,9	0,9	0,6
2002	0,6	1,3	-0,6	2,6	2,5	3,2	69,9	-1,0	-1,1
2003	0,3	0,4	-0,1	3,3	3,8	3,9	70,6	-0,6	-0,9
2004	1,3	0,8	0,5	3,0	2,9	2,3	70,9	0,2	0,1

Fonte: elaborazione su dati Istat, *Conti nazionali*.

(1) Nel 1998 l'introduzione dell'IRAP e la contestuale eliminazione di alcuni contributi a carico delle imprese hanno determinato una discontinuità nei dati. - (2) Valori percentuali. - (3) La produttività totale dei fattori rappresenta la crescita del prodotto attribuibile al progresso tecnico-organizzativo ed è stimata come differenza tra il tasso di crescita del valore aggiunto al costo dei fattori e i tassi di crescita dell'input di lavoro e dello stock di capitale, ponderati con le rispettive quote distributive. La produttività corretta è calcolata tenendo conto dei miglioramenti qualitativi dell'input di lavoro (approssimati dal livello di scolarità degli occupati) e, per la sola industria, anche della variazione delle ore lavorate e del grado di utilizzo dello stock di capitale. Valori parzialmente stimati per il 2003 e 2004. - (4) Includono commercio, alberghi, trasporti, comunicazioni, intermediazione creditizia, servizi vari a imprese e famiglie. - (5) Al netto della locazione dei fabbricati.

Nel 2004 il costo del lavoro per dipendente per l'intera economia ha rallentato più delle retribuzioni per dipendente, per il venire meno, nel settore privato e in particolare nei servizi privati, dell'aumento degli oneri sociali verificatosi nel 2003 in seguito alle regolarizzazioni dei lavoratori immigrati. Nel comparto pubblico si sono, invece, esauriti gli effetti delle poste straordinarie che avevano accresciuto gli oneri sociali a carico della Amministrazione pubblica nel 2003 (cfr. il capitolo della sezione C: *L'andamento delle entrate e delle spese*). L'accelerazione del costo del lavoro registrata nell'industria e nel settore delle costruzioni è risultata in linea con l'andamento delle retribuzioni.

Nel settore privato dell'economia, il CLUP ha rallentato al 2,6 per cento, dal 3,5 per cento del 2003. Vi ha contribuito in misura determinante l'aumento della produttività dell'industria in senso stretto che ha compensato l'accelerazione dei redditi da lavoro dipendente (tav. B27). Questo miglioramento è stato più forte di quello realizzato nell'industria francese, il cui CLUP è rimasto stabile nel 2004 (0,4 per cento nel 2003; cfr. tav. B29 nel capitolo: *I prezzi e i costi*); è stato tuttavia modesto se confrontato con quello dell'industria tedesca, dove il CLUP è calato del 3,5 per cento nel 2004 (-0,6 per cento nel 2003); il conseguente ulteriore deterioramento della competitività dell'Italia è da collegare prevalentemente alla dinamica della produttività e solo in piccola parte a quella delle retribuzioni.

I PREZZI E I COSTI

Nel 2004 l'incremento medio dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è rimasto fermo al 2,1 per cento nell'area dell'euro; in Italia è sceso al 2,3 per cento, dal 2,8 del 2003. Anche l'inflazione di fondo (misurata dalle variazioni dell'indice al netto dei prodotti alimentari freschi e di quelli energetici) nell'area è rimasta sostanzialmente stabile (2,1 per cento, contro l'1,9 del 2003). In presenza di una crescita moderata e di aspettative d'inflazione stabili, i rincari elevati degli input importati, solo in parte contrastati dall'ulteriore apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (circa il 10 per cento rispetto al 2003), sono stati controbilanciati dal forte calo del ritmo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia, allo 0,6 per cento nella media dell'anno (fig. B13).

Un contributo specifico al contenimento dell'inflazione al consumo dell'area è provenuto dalla sostenuta riduzione del ritmo di crescita dei prezzi dei beni alimentari freschi sui livelli più bassi registrati dalla fine degli anni novanta. L'inflazione di origine interna, stimata sulla base delle variazioni del deflatore del PIL, è scesa all'1,9 per cento nell'area dell'euro e al 2,6 in Italia, dal 2,1 e 2,9 per cento, rispettivamente, nel 2003.

Nei primi mesi dell'anno in corso, nonostante gli ulteriori rincari del petrolio, il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo nell'area dell'euro è lievemente sceso, al 2,0 per cento nella media del primo trimestre dal 2,3 di fine 2004; nello stesso periodo l'inflazione di fondo si è ridotta all'1,7 per cento, dal 2,0. La flessione, comune ai maggiori paesi dell'area, ha riflesso le incertezze sulla fase ciclica e le pressioni sui produttori nazionali esercitate dall'apprezzamento del cambio. Il calo dell'inflazione è in parte ascrivibile al venir meno dell'impatto degli aumenti di alcune voci a prezzo regolamentato registrati nel primo trimestre del 2004; è stato più forte in Francia e Germania, dove tali effetti erano stati più elevati.

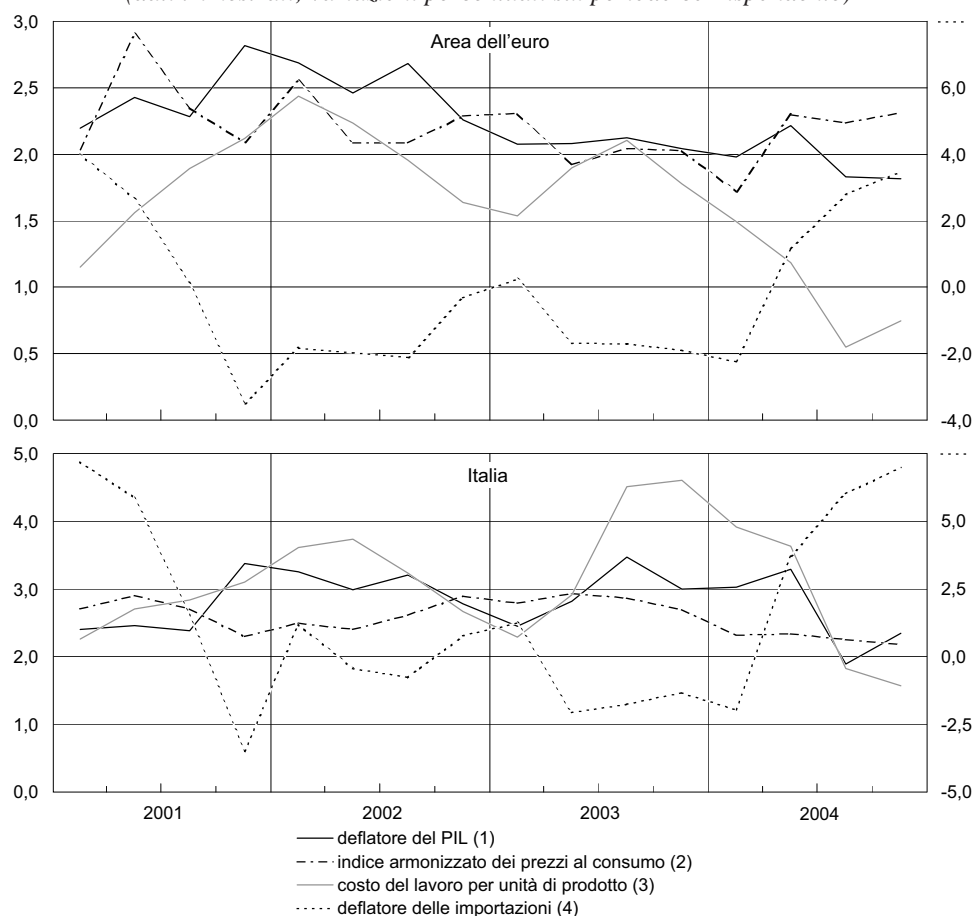
Nel 2004 il sostanziale allineamento dell'inflazione al consumo in Italia alla media dell'area, anche rispetto alle componenti di fondo (il cui ritmo di crescita è sceso nel nostro paese al 2,3 per cento, dal 2,6 del 2003), è in parte dovuto alla eccezionale riduzione dei prezzi dei telefoni cellulari e al più graduale impatto dei movimenti delle quotazioni del petrolio sui prezzi al consumo dei prodotti energetici regolamentati (gas e energia elettrica) nel nostro paese. L'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia è stato invece del 2,3 per cento in Italia, continuando

a superare di circa 1,5 punti percentuali quello della media dell'area, essenzialmente per la più debole dinamica della produttività.

Nel complesso dell'area il recupero nel 2004 dei margini unitari di profitto delle imprese, connesso con la maggiore espansione della produttività del lavoro, e un quadro congiunturale che si è indebolito negli ultimi mesi non inducono a prevedere spinte significative sul ritmo di crescita dei prezzi nell'anno in corso. Nonostante i recenti eccezionali rincari dei combustibili sui mercati internazionali, le aspettative degli operatori sulla dinamica dei prezzi al consumo nel complesso dell'area per il 2005 si collocano poco al di sotto del 2 per cento. Anche sugli orizzonti temporali più distanti le attese restano in linea con la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema.

Fig. B13

INDICATORI D'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Scala di sinistra. – (2) Per l'Italia le variazioni percentuali relative al 2001 sono calcolate con riferimento agli indici elaborati senza comprendere le nuove modalità di rilevazione delle offerte promozionali; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Scala di sinistra. – (3) Per l'intera economia. Le variazioni sono calcolate con riferimento alla media mobile dei 2 trimestri terminanti in quello di riferimento. Per l'area dell'euro, le variazioni sono calcolate a partire dai valori di Francia, Germania, Italia e Spagna; per l'Italia il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro. Scala di sinistra. – (4) Scala di destra.

I prezzi e i costi nell'area dell'euro

I prezzi al consumo nel 2004. – Nel corso del 2004 il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo nell'area dell'euro, pari all'1,7 per cento nella media del primo trimestre, è salito al 2,3 per cento nel secondo, rimanendo su tale valore nel resto dell'anno. Il rialzo del secondo trimestre è ascrivibile alla brusca accelerazione dei prezzi dei prodotti energetici, saliti del 4,8 per cento sullo stesso periodo del 2003, contro un calo dell'1,6 registrato nel primo trimestre. Nella seconda metà dell'anno gli ulteriori rincari di questi prodotti hanno trovato compensazione nella forte riduzione dei prezzi dei beni alimentari freschi, scesi sui dodici mesi dello 0,7 per cento nel quarto trimestre; riduzioni così consistenti, attribuibili alle condizioni climatiche particolarmente favorevoli, non si registravano dalla fine degli anni novanta.

Nel corso del 2004 l'inflazione di fondo è rimasta stabile attorno al 2 per cento; la decelerazione dei costi interni e l'apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro hanno contrastato le pressioni provenienti dai rincari delle materie di base e dagli aumenti elevati, superiori a quelli degli anni precedenti, di alcune voci a prezzo regolamentato, in particolare dei servizi ospedalieri (9,4 per cento), concentrati soprattutto in Germania in relazione all'attuazione della riforma del sistema sanitario, e dei tabacchi (12,2 per cento).

All'interno dell'area dell'euro le voci a prezzo regolamentato sono diverse da paese a paese. Una stima del loro contributo alla crescita dell'indice generale armonizzato dell'area può essere ottenuta aggregando tra loro i prezzi sottoposti a regolamentazione in tutti i paesi: tabacchi, raccolta dei rifiuti, spese per l'istruzione, servizi ospedalieri, assistenza sociale e trasporti ferroviari. Nel 2004 il contributo medio di queste voci alla crescita dell'indice generale è stato di circa mezzo punto percentuale, nettamente superiore a quello degli anni precedenti. Tra i maggiori paesi dell'area, questo contributo è risultato più elevato in Francia (0,8 punti percentuali), in connessione con i sostenuti rincari dei tabacchi, e in Germania (0,8 punti), per effetto degli aumenti dei prezzi dei servizi ospedalieri; in Italia queste voci hanno invece esercitato un impatto di circa 0,3 punti.

Nel 2004 il ritmo di crescita dei prezzi al consumo dei beni non alimentari e non energetici e quello dei servizi sono rimasti in media sostanzialmente stabili sui livelli dell'anno precedente, allo 0,8 e al 2,6 per cento, rispettivamente (tav. B28). Il divario di crescita dei prezzi di queste due componenti ha riflesso il minore incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'industria rispetto ai servizi per circa due punti percentuali.

È proseguita la crescita elevata dei prezzi degli immobili, in atto dalla fine degli anni novanta. Sulla base di informazioni non armonizzate dispo-

nibili per i singoli paesi, nel 2004 questi prezzi sono aumentati in media del 7,2 per cento nel complesso dell'area, all'incirca in linea con quanto registrato nel biennio precedente.

Tav. B28

**INDICI ARMONIZZATI DEI PREZZI AL CONSUMO
NELL'AREA DELL'EURO**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Descrizione	Italia			Germania			Francia			Spagna			Area dell'euro		
	2003	2004	I trim. 2005	2003	2004	I trim. 2005	2003	2004	I trim. 2005	2003	2004	I trim. 2005	2003	2004	I trim. 2005
Indice generale	2,8	2,3	2,0	1,0	1,8	1,7	2,2	2,3	1,9	3,1	3,1	3,3	2,1	2,1	2,0
Inflazione di fondo (1)	2,6	2,3	2,1	0,9	1,7	1,2	2,1	2,4	1,3	3,0	2,7	2,8	1,9	2,1	1,7
Beni alimentari trasformati	3,4	3,6	2,8	2,4	2,8	4,5	4,7	5,6	-0,5	3,5	4,2	3,8	3,3	3,4	2,3
Beni non alimentari e non energetici	1,8	1,6	1,2	-0,4	0,9	-0,3	0,6	0,4	..	2,1	1,0	0,8	0,7	0,8	0,3
Servizi	3,1	2,6	2,6	1,3	1,9	1,4	2,6	2,8	2,9	3,6	3,7	3,8	2,5	2,6	2,4
Beni alimentari freschi ...	3,9	1,9	-1,8	-1,1	-0,9	0,2	1,9	-0,1	1,3	4,5	3,7	3,4	2,1	0,6	0,4
Beni energetici	3,1	2,4	5,9	4,0	4,0	6,8	2,3	4,7	8,4	1,3	4,8	7,2	3,0	4,5	7,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Indice generale al netto dei beni alimentari freschi e di quelli energetici.

Nel paniere degli indici nazionali dei prezzi al consumo di quasi tutti i paesi industrializzati e in quello dell'indice armonizzato calcolato dall'Eurostat sono compresi gli affitti e le spese di manutenzione, ma non i prezzi delle abitazioni. L'opportunità o meno di inserire questa voce nel paniere dell'indice armonizzato è dibattuta da alcuni anni. Tale inclusione è problematica per la difficoltà di distinguere le motivazioni sottostanti all'acquisto di una casa, che riflettono decisioni sia d'investimento sia di consumo. L'eventualità di imputare, per le case abitate dai proprietari, gli affitti sostenuti da locatari per abitazioni analoghe, al pari per esempio di quanto accade nella contabilità nazionale, è esclusa in relazione alla definizione convenzionale dell'indice dei prezzi al consumo, il cui paniere deve far riferimento esclusivamente a beni e servizi acquistati per il tramite di una transazione monetaria.

I prezzi alla produzione e all'esportazione. – Nella media del 2004, i prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno sono aumentati per il complesso dell'area del 2,3 per cento, contro l'1,4 nel 2003. Il rialzo ha risentito della ripresa dei prezzi dei beni intermedi non energetici, saliti del 3,5 per cento contro lo 0,8 del 2003, che tendono a seguire con brevi ritardi gli andamenti delle quotazioni internazionali delle materie di base. Nel 2004 l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici è invece rimasto sul 3,9 per cento, subendo tuttavia un forte rialzo in corso d'anno.

I prezzi alla produzione dei beni non alimentari destinati al consumo finale sono scesi dello 0,6 per cento (contro un aumento dello 0,4 del 2003), con una graduale accelerazione dalla scorsa estate. In un contesto in cui la

ripresa ciclica nell'area ha stentato a consolidarsi, le politiche di prezzo dei produttori nazionali sono state moderate dall'apprezzamento del cambio effettivo nominale e dalla dinamica del CLUP nel settore dell'industria in forte riduzione.

La rivalutazione dell'euro ha spinto i produttori dell'area a contenere i prezzi all'esportazione nonostante l'espansione della domanda mondiale. Nella media del 2004, il deflatore implicito dei beni esportati è aumentato dello 0,7 per cento (-1,2 nel 2003), circa 1,5 punti percentuali in meno dei rincari praticati sull'interno.

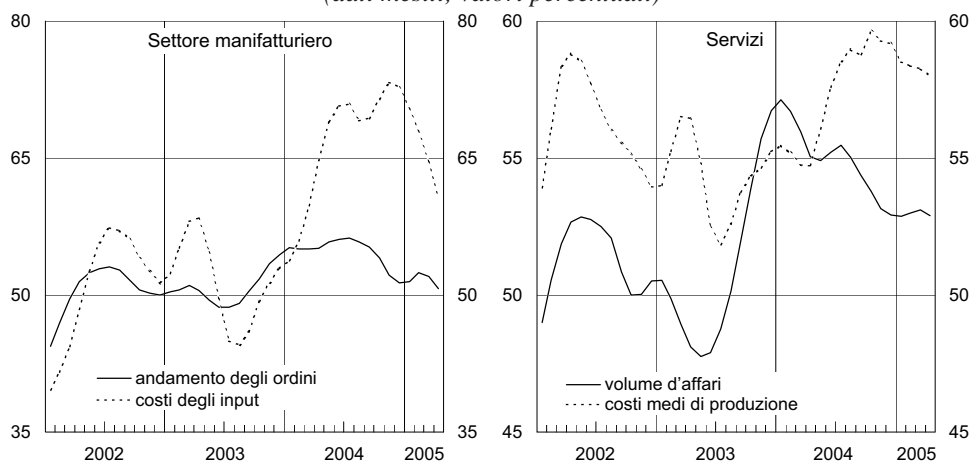
Sui mercati esteri i produttori dei maggiori paesi dell'area hanno tuttavia adottato politiche di prezzo differenziate. A fronte di un lieve calo dei prezzi dei beni esportati dalla Germania (-0,1 per cento) e di un aumento dell'1,9 per cento di quelli dalla Francia, inferiore a quello praticato sull'interno, i produttori italiani hanno invece risposto alla forte espansione della domanda mondiale con rincari sui mercati esteri molto superiori (4,1 per cento) a quelli decisi sull'interno.

I costi. – Nel 2004 i prezzi delle importazioni di beni e dei servizi dei paesi dell'area sono cresciuti dell'1,3 per cento, a fronte del calo dell'1,3 e dell'1,7 per cento nei due anni precedenti, rispettivamente. In presenza di un apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro di circa il 4 per cento, questo rialzo riflette l'andamento delle quotazioni delle materie di base, sospinte dalla forte crescita della domanda mondiale; i prezzi del petrolio hanno anche risentito di tensioni dal lato dell'offerta dovute alla riduzione della capacità inutilizzata nei principali paesi produttori (cfr. la sezione: *L'economia internazionale*). Le quotazioni in dollari delle materie prime non energetiche, misurate dall'indice calcolato dall'FMI, sono salite del 18,6 per cento nella media dell'anno; quelle del petrolio (qualità Brent) di quasi il 33 per cento. La fase ascendente dei prezzi del petrolio, in atto dalla fine del 2003, si è intensificata all'inizio di quest'anno: lo scorso marzo tali quotazioni avevano superato i 50 dollari al barile.

Nel corso del 2004 la tendenza al rialzo dei prezzi in euro delle importazioni si è avviata prima, ed è stata più sostenuta, in Italia rispetto a Francia e Germania, in parte in relazione alla maggiore incidenza nel nostro paese delle materie di base sul complesso delle importazioni. Nella media dell'anno il deflatore implicito dei beni e dei servizi provenienti dall'estero è salito del 3,7 per cento in Italia contro un rialzo dell'1,4 per cento in Francia e la sostanziale stabilità registrata in Germania.

Le informazioni sull'andamento dei costi degli input delle imprese manifatturiere e dei servizi dell'area, rilevate nel sondaggio mensile della Reuters presso i responsabili degli acquisti, registrano una forte accelerazione dei costi nella prima metà del 2004 (fig. B14).

**INDICATORI DELLA DOMANDA E DEI COSTI DEGLI INPUT
NELLE IMPRESE MANIFATTURIERE
E DEI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO (1)**
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: Reuters.

(1) Saldi percentuali fra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") fornite dalle imprese intervistate. Un livello dell'indice superiore (inferiore) a 50 indica un aumento (diminuzione) rispetto al mese precedente. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Nel 2004 le spinte sui costi provenienti dagli input importati sono state moderate dalla forte decelerazione di quelli di provenienza interna. Nella media dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, l'incremento del CLUP nel complesso dell'economia è stato dello 0,6 per cento, contro l'1,8 nel 2003 (tav. B29); questo calo ha riflesso la moderata ripresa ciclica della produttività del lavoro (1,2 per cento contro 0,4 nel 2003), che si è accompagnata a una dinamica dei redditi nominali pro capite più contenuta (1,9 contro 2,3 per cento; cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Nell'industria in senso stretto il CLUP si è ridotto dell'1,0 per cento (contro un incremento dello 0,7 nel 2003), grazie ai guadagni di produttività (3,6 per cento da 1,3 nel 2003). Nel comparto dei servizi l'espansione assai più contenuta della produttività del lavoro ha determinato una riduzione della dinamica del CLUP solo di circa un punto percentuale rispetto al 2003, all'1,3 per cento.

Nella media del 2004 i cospicui guadagni di produttività hanno permesso alle imprese dell'area di espandere lievemente la quota dei profitti sul valore aggiunto.

La dispersione dei tassi di inflazione. – L'inflazione media nel 2004 si è ridotta in Italia (dal 2,8 al 2,3 per cento), grazie alla maggiore gradualità con cui nel nostro paese su di essa si scaricano gli effetti d'impatto degli aumenti

delle quotazioni del petrolio; è rimasta sostanzialmente stabile in Francia e in Spagna (2,3 e 3,1 per cento, rispettivamente), ed è fortemente salita in Germania (da 1,0 a 1,8 per cento), in connessione con i sostenuti rincari dei servizi ospedalieri legati all'attuazione della riforma del sistema sanitario. L'aumento dell'inflazione in Germania su livelli più vicini a quelli del complesso degli altri paesi dell'area ha contribuito a ridurre la dispersione dei tassi d'inflazione nell'area dell'euro – misurata dalla deviazione standard – a 0,8 punti percentuali, da 1,0 punti nel 2003 (fig. B15).

Tav. B29

**MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO:
COSTO DEL LAVORO PER UNITÀ DI PRODOTTO E SUE COMPONENTI**
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

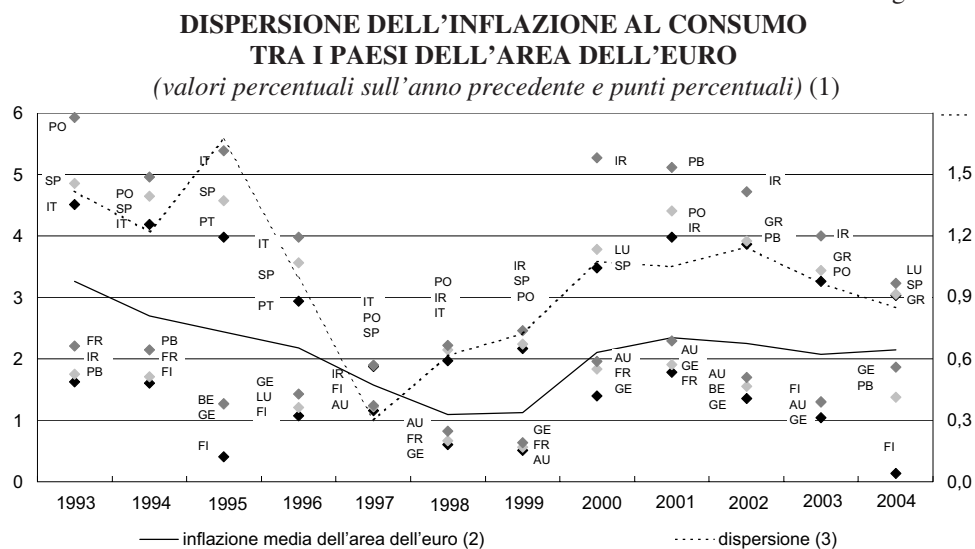
Paesi	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						CLUP	
			di cui:							
	2003	2004	2003	2004	Valore aggiunto (2)	Occupati (1)	2003	2004	2003	2004
<i>Industria al netto delle costruzioni (3)</i>										
Germania	2,1	2,1	2,7	5,9	..	4,3	-2,6	-1,5	-0,6	-3,5
Francia	0,7	2,9	0,2	3,0	-0,4	0,5	-0,6	-2,3	0,4	..
Italia	2,9	3,3	-0,7	0,7	-1,0	0,3	-0,3	-0,4	3,6	2,5
Spagna	4,3	3,7	3,2	3,0	1,3	2,1	-1,9	-0,9	1,1	0,7
Euro 4 (4)	2,0	2,6	1,3	3,6	-0,1	2,3	-1,4	-1,3	0,7	-1,0
<i>Servizi (5) (6)</i>										
Germania	1,4	-0,4	0,5	0,3	0,4	1,5	-0,1	1,2	0,8	-0,6
Francia	2,7	3,2	1,5	1,7	1,6	1,9	0,1	0,2	1,2	1,5
Italia	4,0	2,8	0,1	0,3	0,9	1,2	0,8	0,9	3,9	2,6
di cui: <i>privati</i>	2,6	2,4	-0,7	-0,8	0,9	0,5	1,5	1,3	3,2	3,2
<i>pubblici</i>	5,6	3,2	1,3	2,3	0,9	2,7	-0,4	0,4	4,2	0,9
Spagna	4,4	4,1	-0,8	-0,4	2,1	2,6	2,8	3,0	5,1	4,5
Euro 4 (4)	2,4	1,8	0,3	0,5	1,0	1,7	0,8	1,2	2,1	1,3
<i>Totale economia</i>										
Germania	1,5	0,3	1,1	1,6	0,1	2,0	-1,0	0,4	0,4	-1,3
Francia	2,5	3,0	1,1	2,1	1,0	2,0	-0,1	-0,1	1,4	0,9
Italia	3,8	2,9	-0,1	0,5	0,3	1,3	0,4	0,8	3,9	2,3
Spagna	4,3	4,0	0,2	0,3	1,9	2,5	1,7	2,1	4,1	3,7
Euro 4 (4)	2,3	1,9	0,4	1,2	0,6	1,9	0,2	0,7	1,8	0,6

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per Francia, Italia e Spagna, unità standard di lavoro. – (2) A prezzi base, a prezzi costanti 1995. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) Variazioni calcolate a partire dalla somma dei valori di Francia, Germania, Italia e Spagna. – (5) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi". – (6) Per l'Italia i servizi privati sono al netto della locazione dei fabbricati.

Dal 1997 al 2002 la dispersione nella dinamica dei prezzi al consumo dei paesi membri è gradualmente aumentata. La scomposizione delle variazioni del deflatore della domanda finale nelle componenti della do-

Fig. B15

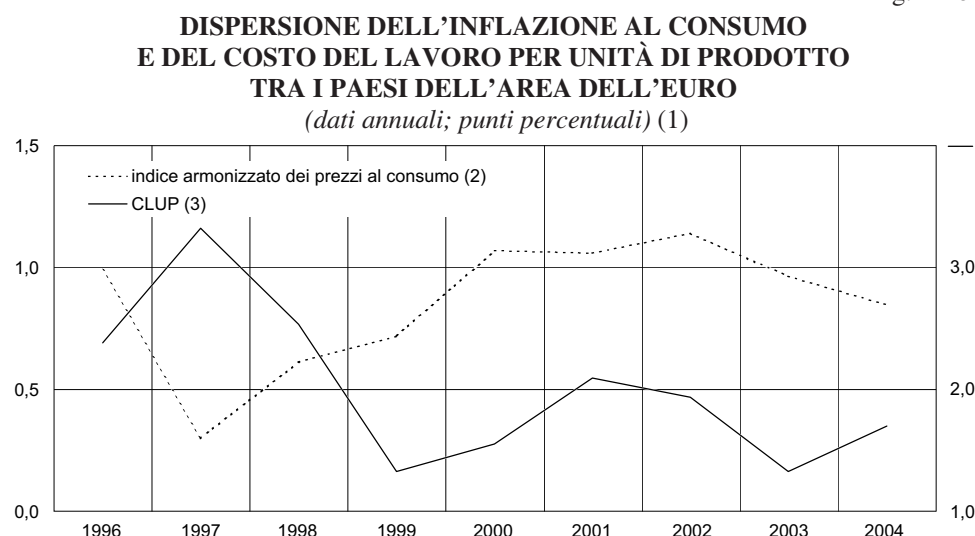


Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) I dati nel grafico escludono la Grecia fino a dicembre 2000. – (2) Si riportano anche per ciascuno anno i 3 paesi con la dinamica dei prezzi più elevata e i 3 con quella più bassa. Scala di sinistra. – (3) Scarto quadratico medio non ponderato, in punti percentuali, tra i tassi d'inflazione dei paesi dell'area. Scala di destra.

manda di importazioni, del CLUP e dei margini di profitto suggerisce che l'eterogeneità dell'andamento del CLUP e delle sue componenti – produttività e redditi pro capite – rappresenta la causa principale della maggiore dispersione dei tassi d'inflazione osservata dal 1999. La dispersione della dinamica del CLUP nell'intera economia tra i paesi dell'area dell'euro ha raggiunto il suo valore minimo in quell'anno, riportandosi successivamente attorno a un punto percentuale (fig. B16).

Fig. B16



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Scarto quadratico medio non ponderato tra i tassi di crescita sull'anno precedente. – (2) Scala di sinistra. – (3) Totale economia. Scala di destra.

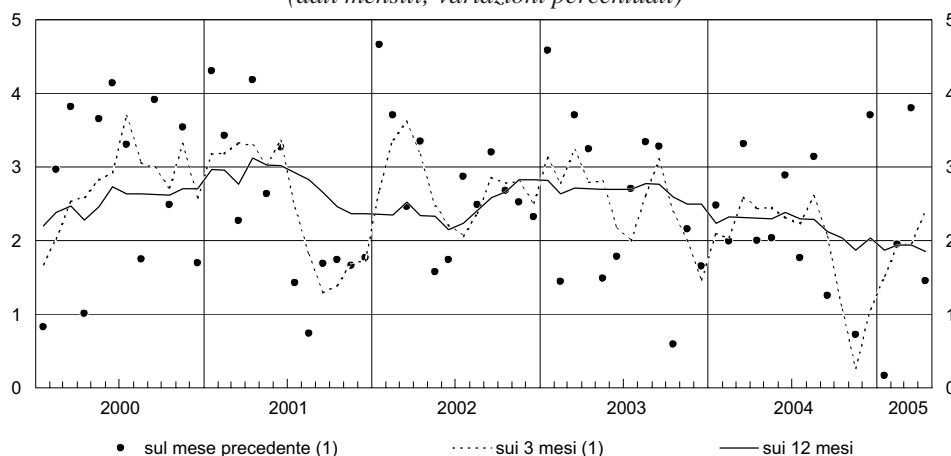
I differenziali di crescita del CLUP nell'area dell'euro presentano una persistenza analoga a quella dei tassi d'inflazione. In particolare, la Francia e la Germania hanno conseguito una dinamica del CLUP quasi sempre inferiore alla media, la Spagna e l'Italia costantemente superiore in connessione, rispettivamente, con una sostenuta crescita dei redditi pro capite e con una debole espansione della produttività.

I prezzi e i costi in Italia

I prezzi. – Nella media del 2004 l'inflazione al consumo in Italia, misurata dall'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, è calata al 2,2 per cento, dal 2,7 del 2003 (Tav. B30). Nel corso dell'anno è gradualmente scesa, dal 2,3 del primo trimestre al 2,0 nel quarto; nei primi quattro mesi dell'anno in corso è rimasta stabile all'1,9 per cento (fig. B17). La debolezza della domanda e una dinamica del CLUP in rallentamento (sul 2 per cento) sono all'origine di questi andamenti; nel prossimo anno, secondo le attese degli operatori professionali, la dinamica dei prezzi al consumo in Italia rimarrebbe in media poco sotto il 2 per cento

Fig. B17

**ITALIA: INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO
PER L'INTERA COLLETTIVITÀ NAZIONALE**
(dati mensili; variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno.

Nella media del 2004 anche l'inflazione di fondo (che esclude i beni energetici, quelli alimentari – freschi e trasformati – e le voci a prezzo regolamentato) è scesa al 2,1 per cento dal 2,7 del 2003. Vi ha concorso soprattutto la decelerazione dei prezzi dei beni (0,8 per cento contro 1,9 nel 2003) in connessione con la moderazione dei costi di origine interna e l'apprezzamento del cambio effettivo nominale. L'inflazione nei servizi a prezzo libero, pur in lieve

riduzione, è rimasta su livelli nettamente superiori, attorno al 3,5 per cento; vi ha concorso una dinamica del CLUP nel comparto dei servizi privati superiore di 0,7 punti percentuali a quella nell'industria.

Tav. B30

PREZZI AL CONSUMO IN ITALIA (1)

Voci	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		Pesi percentuali	Contributi all'inflazione media (punti percentuali)
	2003	2004	2004	2004
INDICE GENERALE	2,7	2,2	100	-
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	2,8	2,3	82,0	1,86
Alimentari freschi	4,2	2,0	6,9	0,14
di cui: <i>frutta</i>	6,0	3,7	1,0	0,04
<i>ortaggi</i>	4,8	1,5	1,7	0,02
Alimentari trasformati	2,4	2,3	9,9	0,23
Beni non alimentari e non energetici liberi	1,9	0,8	30,7	0,25
di cui: <i>apparecchi telefonici</i>	-3,9	-23,3	0,8	-0,18
<i>computer</i>	-14,5	-9,4	0,2	-0,02
Servizi liberi	3,5	3,4	31,6	1,09
di cui: <i>trasporti aerei</i>	2,7	11,6	0,6	0,07
<i>servizi professionali</i>	1,2	7,5	0,7	0,05
<i>servizi bancari</i>	8,9	6,6	0,7	0,04
Beni energetici liberi	2,3	5,8	2,9	0,17
Beni e servizi a prezzo regolamentato	2,2	1,9	18,0	0,34
Medicinali (2)	-3,8	-1,0	2,9	-0,03
Tabacchi	8,3	9,8	2,0	0,20
Affitti	2,8	2,8	3,1	0,09
Tariffe	2,7	0,9	9,9	0,09
di cui: <i>elettricità e gas</i>	4,1	-1,2	2,7	-0,03
<i>acqua, rifiuti e trasporti urbani</i>	4,0	5,0	1,6	0,08

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale. - (2) Si considera l'intero aggregato calcolato dall'Istat, circa un terzo del quale riguarda prodotti inclusi nella cosiddetta "fascia C" e quindi a prezzo libero.

Nel 2004 i prezzi degli apparecchi telefonici si sono ridotti del 23,3 per cento, contribuendo per circa 0,2 punti percentuali al calo dell'inflazione generale, e per circa 0,6 punti alla riduzione di quella della componente dei beni non alimentari e non energetici a prezzo libero. L'entità della diminuzione è eccezionale anche nel confronto con gli altri paesi dell'area dell'euro per i quali si dispone di informazioni confrontabili. In Germania e in Francia la riduzione è stata del 9,7 e del 14,8 per cento, rispettivamente.

Nel nostro paese le variazioni dei prezzi degli apparecchi telefonici sono all'origine dei diversi andamenti dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici e dei servizi misurati sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, prodotto dall'Eurostat, e di quello per l'intera collettività nazionale. La classificazione adottata nel calcolo dell'indicatore armonizzato comprende un'unica voce classificata tra i servizi, che include

sia le apparecchiature sia i servizi telefonici, diversamente da quanto avviene per l'indice nazionale che invece opportunamente distingue la componente dei beni da quella dei servizi. Questa diversa classificazione è all'origine del forte divario registrato nel 2004 tra la dinamica sia dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici sia dei servizi, misurata rispetto all'indice nazionale e a quello armonizzato.

A sostenere il ritmo di crescita dei prezzi dei servizi hanno concorso gli aumenti dei biglietti aerei (11,6 per cento nella media del 2004; tav. B30), collegati al rialzo del costo dei carburanti e alla revisione dei rapporti tra alcune compagnie e le agenzie di viaggio, quelli delle commissioni bancarie, secondo la rilevazione e la definizione adottata nell'indice dei prezzi (6,6 per cento), e quelli dei servizi professionali (7,5 per cento).

Le voci a prezzo regolamentato hanno registrato un incremento complessivo dell'1,9 per cento, contro il 2,2 dell'anno precedente. A fronte di una accelerazione della componente non energetica, dall'1,6 al 2,4 per cento, attribuibile in larga parte ai rincari dei tabacchi e ad alcune tariffe determinate dagli enti locali (acqua, raccolta dei rifiuti e trasporti urbani), quella energetica (gas ed energia elettrica) si è invece ridotta dell'1,2 per cento, risentendo del calo dei corsi del petrolio prima della fase di rialzo avviatasi a fine 2003; le variazioni di questi corsi, infatti, si trasmettono con gradualità alle tariffe del gas e dell'energia elettrica.

Nel 2004 i prezzi alla produzione sono saliti in media del 2,7 per cento, contro l'1,6 dell'anno precedente. L'accelerazione è stata sostenuta dai rincari dei beni intermedi non energetici (4,9 per cento contro 1,5); per contro, la crescita dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale è scesa, allo 0,6 per cento, dall'1,1 del 2003.

I risultati di uno studio condotto su circa 71 mila quotazioni di prezzo elementari rilevate dall'Istat tra il gennaio del 1997 e il dicembre del 2001 e riferite a 60 prodotti non energetici inclusi nel paniere dell'indice dei prezzi alla produzione, indicano che ogni mese circa il 15 per cento dei prezzi alla produzione in media registra una variazione. Tuttavia si riscontrano alcune importanti differenze tra le varie tipologie di beni: la variazione dei prezzi è assai più elevata per i beni alimentari (che comprendono solo prodotti trasformati) e per i prodotti intermedi non energetici (circa il 26 e il 18 per cento, rispettivamente), che tendono a seguire con brevi ritardi i movimenti delle quotazioni delle materie di base sui mercati internazionali; per contro, solo circa il 9 e il 4 per cento, rispettivamente, dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale e di quelli di investimento cambiano ogni mese.

Il confronto tra voci simili incluse nei panieri dei prezzi al consumo e alla produzione evidenzia una maggiore flessibilità dei prezzi praticati nei primi stadi di commercializzazione dei prodotti. Analisi preliminari suggeriscono che ciò potrebbe essere dovuto a una maggiore importanza dei prezzi "psicologici" e dei costi di aggiustamento dei listini nel comparto della distribuzione commerciale, confermata dalle informazioni

raccolte direttamente presso le imprese per il tramite di sondaggi qualitativi. Un ulteriore fattore potrebbe consistere nella più elevata incidenza del costo del lavoro, che presenta una maggiore stabilità nel tempo rispetto alle altre componenti di costo, nel comparto distributivo.

Nei primi mesi del 2005 i prezzi al consumo sono saliti dell'1,9 per cento; anche l'inflazione di fondo è rimasta stabile poco sopra il 2 per cento. I prezzi alla produzione hanno invece continuato ad accelerare (4,6 per cento in marzo), sostenuti dai forti rincari della componente energetica.

Il divario d'inflazione dell'Italia nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro si è sostanzialmente annullato con riferimento all'indice generale ed è sceso a 0,3 punti percentuali rispetto all'inflazione di fondo; nel 2003 il differenziale d'inflazione, per entrambi gli indicatori, era risultato pari a 0,9 punti. La dinamica del CLUP che nel nostro paese resta nettamente superiore a quella della Francia e della Germania, soprattutto nell'industria, ostacola un allineamento duraturo dell'inflazione del nostro paese a quella delle due maggiori economie dell'area.

I costi e i margini di profitto. – Nel 2004 in Italia il CLUP dell'intera economia ha decelerato fortemente, dal 3,9 al 2,3 per cento in media d'anno (tav. B29). Vi ha concorso soprattutto la riduzione del ritmo di crescita del costo del lavoro per dipendente (da 3,8 a 2,9 per cento), concentrato nel comparto dei servizi. I guadagni di produttività sono invece stati modesti (0,5 per cento, contro -0,1 nel 2003) e hanno riguardato quasi esclusivamente l'industria manifatturiera (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Informazioni più dettagliate sui costi e sui margini di profitto delle imprese italiane sono desumibili dagli indicatori dei prezzi input-output elaborati dall'Istat (tav. B31). Nella media del 2004, nel settore manifatturiero il ritmo di crescita dei costi unitari variabili è salito al 3,1 per cento (contro il 2,1 del 2003) per effetto degli elevati rincari degli input importati, solo in parte contrastati dalla decelerazione del costo del lavoro; sullo stesso livello si colloca l'incremento del prezzo dell'output. In un contesto caratterizzato da incertezze circa il rafforzamento della fase congiunturale le imprese non hanno ampliato i margini di profitto unitari, già erosi di circa un punto percentuale nel 2003. Nel comparto dei servizi i margini di profitto unitari si sono lievemente ridotti, in relazione a un incremento dei costi unitari variabili di circa il 2,7 per cento e a un aumento del prezzo dell'output del 2,2.

Nel corso del 2004 le imprese italiane, a fronte della forte espansione della domanda mondiale, hanno differenziato le proprie politiche di prezzo, praticando sui mercati esteri rincari nettamente superiori a quelli decisi

sull'interno (tav. B31). I valori medi unitari in euro dei manufatti esportati verso i paesi della UE hanno subito un rialzo (4,5 per cento; tav. aB61) assai più elevato di quello praticato dai rispettivi produttori nazionali; anche sui mercati extra UE, nonostante l'apprezzamento dell'euro, l'incremento dei prezzi dei prodotti esportati è stato superiore al 4 per cento.

Tav. B31

COSTI UNITARI VARIABILI E PREZZO DELL'OUTPUT IN ITALIA (1)
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

Componenti	Industria manifatturiera			Servizi al netto dell'Amministrazione pubblica		
	Pesi % nel 1995	2003	2004	Pesi % nel 1995	2003	2004
Costi unitari variabili	100,0	2,1	3,1	100,0	2,7	2,7
Costi degli input di lavoro	35,9	3,8	2,5	73,6	3,0	2,4
Costi degli altri input	64,1	1,2	3,5	26,4	2,1	3,3
Interni	38,3	1,7	1,5	19,9	3,0	3,9
Importati	25,8	0,9	5,8	6,5	-0,5	1,7
Prezzo dell'output	100,0	1,1	3,1	100,0	2,6	2,2
Interno	58,3	2,2	2,3	91,3	2,7	2,2
Estero	41,7	0,1	3,8	8,7	1,5	3,0

Fonte: Istat.
(1) Indicatori calcolati al netto delle transazioni intrasettoriali.

Le aspettative d'inflazione

Nel corso del 2004 le attese dei consumatori dell'area sull'andamento dei prezzi nei successivi dodici mesi, rilevate dai sondaggi coordinati dalla Commissione europea, sono rimaste stabili sia in Italia sia nel complesso dell'area. Quelle formulate dagli operatori professionali intervistati da *Consensus Forecasts* in maggio, relative all'inflazione nel 2005, si sono collocate al 2,0 per cento per l'Italia e all'1,8 per l'area dell'euro (tav B32); per il 2006 sono previsti valori lievemente inferiori. Queste aspettative scontano un andamento favorevole dei costi interni nei maggiori paesi dell'area e quotazioni del petrolio sostanzialmente stabili, come segnalato dai contratti futures.

Per l'Italia, la rilevazione trimestrale condotta lo scorso marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con Il Sole 24 Ore presso un campione di circa 540 imprese segnala un aumento atteso nei successivi dodici mesi dei prezzi praticati dalle imprese intervistate dell'1,5 per cento, contro l'1,8 rilevato nel sondaggio precedente. Tra i fattori che, in prospettiva, potrebbero creare pressioni inflazionistiche, le imprese hanno segnalato principalmente le tensioni sui prezzi delle materie prime; per contro, le spinte esercitate dal costo del lavoro e dalla domanda rimangono moderate.

Su un orizzonte temporale più lungo le aspettative desumibili dai prezzi dei titoli di Stato a indicizzazione reale delineano una sostanziale stabilità dell'inflazione attesa nell'area, intorno al 2 per cento. Su questo livello si attestano anche le previsioni degli operatori professionali.

Tav. B32

ASPETTATIVE D'INFLAZIONE PER IL 2005 E IL 2006
NELL'AREA DELL'EURO RACCOLTE DA CONSENSUS FORECASTS
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

Paesi	Previsioni per il 2005 formulate nel periodo indicato				Previsioni per il 2006 formulate nel periodo indicato	
	gennaio 2004	giugno 2004	gennaio 2005	maggio 2005	gennaio 2005	maggio 2005
Italia	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9
Francia	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6
Germania	1,2	1,3	1,3	1,4	1,2	1,3
Spagna	2,6	2,5	2,8	2,9	2,6	2,7
Area dell'euro	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7

Fonte: Consensus Forecasts

Le politiche di prezzo delle imprese nell'area dell'euro

Nell'ambito del progetto di ricerca *Inflation persistence network* promosso dall'Eurosistema, le banche centrali di quasi tutti i paesi dell'area dell'euro hanno di recente completato alcuni studi sul comportamento dei prezzi utilizzando banche-dati e metodi d'indagine comparabili. Gli studi, i cui risultati per l'Italia sono stati anticipati nella Relazione sul 2003, forniscono indicazioni sulle caratteristiche del processo di determinazione e di variazione dei prezzi delle imprese nell'intera area.

Il primo filone d'indagine si avvale dei risultati dei sondaggi condotti presso le imprese, prevalentemente dell'industria manifatturiera, in nove paesi; nel complesso, tra il 2003 e il 2004 sono state intervistate oltre 11 mila imprese. Le informazioni raccolte forniscono indicazioni per lo più di natura qualitativa su aspetti quali le modalità di fissazione e di variazione dei prezzi, i fattori principali all'origine della rigidità dei prezzi e le asimmetrie nei loro movimenti, verso l'alto o il basso. Da questi studi emergono alcuni risultati comuni ai vari paesi.

La maggioranza delle imprese dell'area fissa i prezzi di vendita applicando un margine (mark-up) ai costi di produzione, anche se circa un terzo di esse si basa prevalentemente sui prezzi praticati dai concorrenti. Un ampio insieme di informazioni viene preso in esame dalle imprese nel processo di revisione dei listini, comprese le aspettative sul futuro e le informazioni sugli andamenti correnti e passati. Circa la metà degli intervistati

riesamina i prezzi di vendita in occasione del verificarsi di shock specifici o a intervalli di tempo regolari.

La gran parte delle imprese intervistate tende a riconsiderare i propri prezzi di vendita, senza necessariamente modificarli, da una a tre volte l'anno; quelle che operano nei settori meno concorrenziali li riesaminano con una frequenza inferiore. Gli adeguamenti effettivi dei prezzi sono meno frequenti (una volta l'anno). Tra le varie spiegazioni teoriche avanzate per spiegare la rigidità dei prezzi nominali, i risultati dei sondaggi indicano come particolarmente rilevanti l'esistenza di contratti (impliciti o espliciti) con gli acquirenti in cui sono fissati valori nominali e la presenza di forme di collusione tacita tra le imprese, che si manifestano nella resistenza da parte della singola azienda a variare i propri prezzi nel timore di scatenare la reazione dei concorrenti.

I prezzi reagiscono in maniera asimmetrica agli shock. In particolare, le variazioni dei costi hanno un impatto maggiore quando i prezzi devono essere aumentati piuttosto che ridotti; per contro, la domanda induce una reazione del prezzo più forte nel caso di una sua diminuzione piuttosto che di un suo aumento. Le imprese che operano in mercati più concorrenziali reagiscono più rapidamente a cambiamenti nelle suddette variabili.

Un secondo filone di ricerca ha esaminato, per la prima volta in Europa, un ampio insieme di quotazioni elementari rilevate mensilmente dagli istituti nazionali di statistica ai fini del calcolo degli indici dei prezzi al consumo.

Sono stati adottati criteri comuni per la scelta in ciascun paese dei prodotti considerati, nonché nella metodologia di analisi, per rendere confrontabili i risultati dalle ricerche condotte in modo decentrato dalle singole banche centrali.

Nell'interpretare i risultati dei singoli paesi si è tenuto conto dell'impatto sulla stima della frequenza di aggiustamento dei prezzi delle differenze nella struttura dei consumi e delle diverse modalità di rilevazione dei dati tra i paesi, in particolare relativamente al trattamento delle offerte promozionali nei comparti dell'abbigliamento e delle calzature. Tenendo conto di ciò, le differenze nei risultati tra paesi sono contenute.

Nel complesso dell'area, nella media del periodo considerato (1996-2001), ogni mese solo circa il 15 per cento delle quotazioni elementari del campione varia rispetto al periodo precedente; le analisi empiriche svolte negli Stati Uniti sulla base di una metodologia e di un insieme di prodotti analoghi hanno riscontrato invece una frequenza mensile della variazione dei prezzi assai più elevata, pari a circa il 24 per cento.

A livello settoriale si riscontrano alcune importanti differenze: la frequenza mensile di aggiustamento dei prezzi è molto contenuta, inferiore al 10 per cento, nel comparto dei servizi e dei beni non alimentari e non energetici, mentre si colloca su valori nettamente più elevati per i beni energetici e per i prodotti alimentari freschi (che comprendono anche le carni oltre agli ortaggi e alla frutta), che tendono a cambiare in media una volta al mese e una volta ogni tre mesi, rispettivamente.

L'evidenza empirica proveniente dagli studi nazionali indica che a limitare la frequenza della variazione dei prezzi concorrono vari fattori: l'incidenza degli operatori di tipo tradizionale nel settore distributivo, la quota di prezzi fissati su livelli "attraenti" e la regolamentazione dei prezzi da parte dell'operatore pubblico (ad es. nel caso delle tariffe energetiche in alcuni paesi). In molti paesi si è registrato un aumento in coincidenza di modifiche delle aliquote dell'IVA di alcuni prodotti e, nel gennaio del 2002, in occasione dell'introduzione delle monete e banconote in euro che ha indotto un addensamento delle revisioni dei listini.

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO

L'area dell'euro

In un contesto di ripresa del commercio mondiale, nel 2004 l'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro è salito da 20,4 a 45,2 miliardi (dallo 0,3 allo 0,6 per cento del PIL; tav. B33), riflettendo la riduzione di 16,0 miliardi del disavanzo nei redditi, grazie al passaggio in attivo del saldo dei redditi da investimenti diretti, e la crescita di 7,5 dell'avanzo nei servizi. L'attivo commerciale è rimasto pressoché invariato rispetto al 2003, poiché la ripresa delle esportazioni di beni è stata bilanciata da quella delle importazioni. L'apprezzamento in termini effettivi dell'euro ha contribuito a frenare la capacità degli esportatori europei di sfruttare appieno le opportunità offerte dalla crescita della domanda estera. Il deficit nei trasferimenti correnti si è attestato sui livelli del 2003.

Tav. B33

BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO (saldi in miliardi di euro)

Voci	2001	2002	2003	2004
Conto corrente	-3,5	64,5	20,4	45,2
Merci	73,3	128,5	102,7	103,4
Servizi .....	..	16,4	19,7	27,2
Redditi	-25,3	-31,9	-45,8	-29,8
Trasferimenti unilaterali	-51,5	-48,6	-56,1	-55,6
Conto capitale	6,5	10,2	13,1	17,2
Conto Finanziario	-43,7	-43,9	-5,9	24,5
Investimenti diretti	-122,0	0,6	5,4	-47,9
Investimenti di portafoglio	71,8	127,8	43,4	68,6
Derivati	-0,8	-11,0	-12,2	-2,0
Altri investimenti	-10,5	-159,1	-72,5	-6,6
di cui: <i>Banche</i> (1)	3,7	-142,2	-18,5	-13,4
Variazione riserve ufficiali (2)	17,8	-2,3	30,0	12,4
Errori e omissioni	40,8	-30,7	-27,6	-86,9

Fonte: BCE.

(1) IFM, escluso l'Eurosistema. - (2) Il segno - indica un aumento di riserve.

L'avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è salito da 33,5 a 62,4 miliardi (dallo 0,5 allo 0,8 per cento del PIL). Il conto finanziario ha registrato afflussi netti per 24,5 miliardi (-5,9 nel 2003). I residenti hanno aumentato soprattutto gli investimenti azionari di portafoglio, i non residenti quelli in obbligazioni dell'area. La più forte riduzione degli investimenti diretti in entrata rispetto a quelli in uscita è probabilmente da ricollegare con la più debole attività economica dell'area. L'ammontare degli errori e omissioni è considerevole (-86,9 miliardi, da -27,6 nel 2003).

Fra i principali paesi dell'area, nel 2004 solo in Germania il saldo di conto corrente è migliorato, da 45,2 a 84,0 miliardi: l'avanzo nelle merci è aumentato (da 121,6 a 144,2 miliardi), il disavanzo nei redditi si è azzerato e il disavanzo nei servizi si è moderatamente ridotto (tav. aB65). In Francia, per la prima volta in più di dieci anni, il conto corrente ha registrato un disavanzo, di 6,8 miliardi (contro un avanzo di 7,0 nel 2003); in Spagna il disavanzo è quasi raddoppiato (da 20,8 a 39,5 miliardi; tavv. aB64 e aB66). Il deterioramento del saldo delle merci, da 2,9 a -6,3 miliardi in Francia e da -37,8 a -51,9 miliardi in Spagna, è stata la principale fonte di peggioramento del conto corrente di questi due paesi, dove, contrariamente alla Germania, la crescita dell'attività economica è stata più sostenuta della media dell'area. In Francia e in Spagna si è ridotto significativamente anche l'attivo nei servizi.

In Germania le uscite nette nel conto finanziario sono più che raddoppiate, da 45,8 a 98,3 miliardi: il passaggio da 92,2 a -8,6 miliardi del saldo per investimenti diretti, di portafoglio e derivati è stato parzialmente compensato da una diminuzione dei deflussi netti per "altri investimenti" (da -138,4 a -91,1 miliardi). In Francia, le entrate nette complessive sono scese da 9,7 a 1,6 miliardi: all'aumento dei deflussi netti per investimenti diretti, di portafoglio e derivati (da -9,7 a -58,9 miliardi) si è contrapposta una crescita degli afflussi netti per "altri investimenti" (da 21,6 a 64,0 miliardi). In Spagna la crescita delle entrate nette (da 17,6 a 36,3 miliardi) è conseguita dal passaggio del saldo degli investimenti diretti, di portafoglio e derivati da -46,6 a 52,5 miliardi e di quello degli "altri investimenti" da 50,7 a -21,4 miliardi. In tutti e tre i paesi le entrate e le uscite per investimenti diretti sono state contenute. In Germania i flussi in uscita, per il secondo anno consecutivo, sono stati esigui (5,9 miliardi) e gli investimenti dall'estero sono stati negativi (-31,1 miliardi). In Francia gli investimenti diretti si sono ridotti sia in uscita (da -47,1 a -38,5 miliardi), sia, soprattutto, in entrata (da 37,7 a 19,6). In Spagna sono significativamente aumentati quelli in uscita (da -20,7 a -38,8), fortemente diminuiti quelli in entrata (da 22,7 a 7,9).

Gli scambi di merci. – L'attivo commerciale dell'area è passato da 102,7 a 103,4 miliardi (restando all'1,4 per cento del PIL). Dopo due anni di stagnazione, i valori delle esportazioni e delle importazioni sono cresciuti dell'8,7 e del 9,6 per cento. Secondo i dati del commercio, l'aumento delle esportazioni è quasi interamente riconducibile a quello delle quantità vendute (8,4 per cento), data la stazionarietà dei prezzi all'esportazione (nell'approssimazione fornita dai valori medi unitari). La crescita della domanda proveniente dai principali mercati d'esportazione, direttasi soprattutto verso i beni di investimento e quelli intermedi, ha compensato gli

effetti dell'apprezzamento in termini effettivi dell'euro (4,0 per cento in media d'anno) e l'associata perdita di competitività, pari al 3,1 per cento sulla base dei prezzi alla produzione. La crescita del valore delle importazioni riflette sia quella delle quantità (6,0 per cento), riconducibile alla ripresa della domanda interna e all'attivazione dovuta al contenuto sempre più elevato di importazioni nelle esportazioni, sia il rialzo dei prezzi all'importazione (2,5 per cento, conseguenza anche dei rincari delle materie di base).

Nel 2004 sono migliorati gli avanzi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti (tav. B34); si sono invece aggravati i disavanzi nei confronti del Giappone e degli "altri" paesi extra UE. Su quest'ultimo ha inciso il deterioramento del disavanzo nei confronti della Cina, passato, secondo i dati del commercio estero, da 39,0 a 51,4 miliardi.

Tav. B34

**INTERSCAMBIO COMMERCIALE FOB-FOB
DELL'AREA DELL'EURO PER PAESE O AREA**

(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2003 e composizione percentuale)

Paesi	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	
	2004			2004			2003	2004
Paesi UE esterni all'area	395,5	6,6	35,0	309,9	5,9	30,2	78,0	85,5
Danimarca	25,1	3,8	2,2	24,3	5,5	2,4	1,2	0,8
Regno Unito	202,5	5,2	17,9	141,9	3,0	13,8	54,8	60,7
Svezia	41,3	9,3	3,7	38,5	8,3	3,7	2,3	2,8
Altri paesi della UE ...	126,2	8,7	11,2	105,3	9,1	10,3	19,5	20,9
Istituzioni della UE (1)	0,3		..	..		..	0,2	0,3
Paesi extra UE	734,5	9,8	65,0	716,6	11,3	69,8	24,7	17,9
Canada	14,6	1,3	1,3	8,6	1,5	0,8	5,9	6,0
Giappone	33,0	6,7	2,9	52,2	7,3	5,1	-17,7	-19,2
Stati Uniti	171,9	4,7	15,2	111,5	4,6	10,9	57,6	60,5
Svizzera	64,6	4,6	5,7	52,3	4,8	5,1	11,8	12,3
Altri	450,4	13,3	39,9	492,1	14,3	47,9	-32,9	-41,6
Totale ...	1.130,0	8,7	100,0	1.026,6	9,6	100,0	102,7	103,4

Fonte: BCE.

(1) Per l'esiguo valore degli aggregati, le variazioni percentuali delle esportazioni e delle importazioni non sono riportate.

I servizi, i redditi e i trasferimenti unilaterali. – Nel commercio dei servizi i crediti sono cresciuti più dei debiti (7,8 e 5,9 per cento) e il saldo, in attivo da tre anni, è ancora migliorato, salendo a 27,2 miliardi.

L'avanzo si concentra nei confronti dei paesi della UE esterni all'area (28,9 miliardi), in particolare del Regno Unito (24,1 miliardi); rispetto al Giappone l'area registra un avanzo (3,3 miliardi), nei confronti degli Stati Uniti un disavanzo (-1,2 miliardi).

Il deficit nei redditi è sceso da 45,8 a 29,8 miliardi. La riduzione è stata principalmente determinata dal calo del disavanzo nei redditi da capitale (da -54,1 a -38,6 miliardi); vi ha tuttavia concorso anche l'aumento dell'avanzo nei redditi da lavoro (da 8,3 a 8,8 miliardi). Riflettendo il divario di crescita tra l'area e gli altri principali paesi industriali, il saldo nei redditi da investimenti diretti è passato da -5,1 a 8,7 miliardi. Il disavanzo nei redditi da investimenti di portafoglio è diminuito da 43,1 a 38,3 miliardi, quello negli "altri investimenti" è aumentato da -5,9 a -9,0.

Il disavanzo nei trasferimenti è rimasto sostanzialmente invariato (-55,6 miliardi, da -56,1).

Gli investimenti diretti. – L'attività di investimento diretto, sia degli stranieri nell'area, sia dei residenti verso il resto del mondo, è stata debole. Le uscite nette (-47,9 miliardi, contro entrate nette per 5,4 nel 2003) sono il risultato di una diminuzione dei capitali in entrata (da 141,4 a 69,0 miliardi) superiore a quella dei capitali in uscita (scesi da 136,0 a 116,9).

Nell'anno, i principali investitori stranieri nell'area sono stati i paesi della UE esterni a essa (35,7 miliardi, di cui 25,4 il solo Regno Unito), poi gli Stati Uniti (14,0 miliardi), la Svizzera (7,0) e il Giappone (4,0). I principali paesi di destinazione degli investimenti diretti dell'area sono stati ancora, per circa il 50 per cento del totale, i paesi della UE (56,3 miliardi, di cui 43,7 verso il Regno Unito e 7,8 verso i nuovi paesi della UE), i centri finanziari offshore (28,1) e il Giappone (14,0); vi sono stati, inoltre, contenuti disinvestimenti dagli Stati Uniti, dalla Svizzera e dal Canada (rispettivamente per 6,3, 3,6 e 1,8 miliardi) e investimenti per 30,2 miliardi verso il resto del mondo.

Contrariamente all'anno precedente, nel 2004 tanto gli investimenti stranieri nell'area quanto gli investimenti all'estero dei residenti sono stati quasi interamente costituiti da assunzione di partecipazioni azionarie e da utili reinvestiti; si sono registrati contenuti rimpatri di capitali per prestiti intrasocietari.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio e derivati sono più che raddoppiati rispetto al 2003 (da 31,2 a 66,6 miliardi di euro), pur senza raggiungere i livelli del 2001-02. Gli afflussi netti per soli investimenti di portafoglio sono aumentati da 43,4 a 68,6 miliardi, di cui 48,0 negli investimenti azionari (contro 50,2 nel 2003) e 20,7 in quelli non azionari (da -6,8 nel 2003). Gli investimenti

all'estero dei residenti sono cresciuti (da 276,7 a 282,2 miliardi) assai meno degli investimenti stranieri nell'area (da 320,1 a 350,8).

Le migliorate prospettive di redditività delle imprese a livello internazionale e i bassi rendimenti dei titoli non azionari possono spiegare l'aumento, seppur contenuto, degli investimenti dei residenti in titoli azionari esteri, da 67,0 a 73,6 miliardi. L'ammontare più rilevante è stato investito in azioni degli Stati Uniti (20,4 miliardi), seguite da quelle del Giappone (17,4) e dei centri finanziari *offshore* (13,7). Gli investimenti in titoli non azionari sono rimasti sostanzialmente invariati (208,6 miliardi), con una redistribuzione dai titoli obbligazionari agli strumenti monetari, soprattutto nella seconda parte dell'anno, plausibilmente associata a timori di perdite in conto capitale per l'attesa di rialzi dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. Nel complesso, gli investimenti in titoli non azionari si sono diretti per circa il 50 per cento verso i paesi della UE esterni all'area (100,2 miliardi, prevalentemente nel Regno Unito); per il resto verso gli Stati Uniti (34,6 miliardi), il Giappone (25,6) e i centri *offshore* (20,8).

L'aumento degli investimenti di portafoglio degli stranieri ha riflesso un aumento sia negli investimenti azionari (da 117,2 a 121,6) sia in quelli non azionari (da 202,9 a 229,3 miliardi). Il basso livello dei tassi di interesse a breve nell'area ha scoraggiato l'investimento in titoli del mercato monetario (scesi da 32,4 a 18,0 miliardi), a favore dei titoli obbligazionari, cresciuti da 170,4 a 211,3 miliardi.

Gli "altri investimenti" e la variazione delle riserve ufficiali. – Nel 2004 i deflussi netti registrati alla voce "altri investimenti", che includono i movimenti di fondi bancari, si sono molto ridotti, da -72,5 a -6,6 miliardi. Il calo è in larga misura da imputare alle transazioni con l'estero dei settori privati non bancari, il cui saldo è passato da -58,7 a 3,6 miliardi, principalmente in seguito alla riduzione di 55,7 miliardi dei flussi in uscita. La riduzione delle riserve ufficiali ha portato ad afflussi netti nel conto finanziario per 12,4 miliardi, contro 30,0 nel 2003.

La posizione patrimoniale verso l'estero e le riserve ufficiali. – Nonostante un aumento di 0,3 punti percentuali del PIL dell'avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale, alla fine del 2004 la posizione debitoria netta verso l'estero dell'area è peggiorata rispetto alla fine del 2003, passando da 759,6 a 815,8 miliardi (dal 10,5 al 10,8 per cento del PIL). Il deterioramento deriva dalle entrate nette nel conto finanziario nel 2004 (24,5 miliardi) e dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro e di altre valute, che ha inciso prevalentemente sulle attività, riducendone il controvalore in euro. Per quanto concerne le principali componenti della posizione patrimoniale, la posizione attiva negli investimenti diretti si è

ridotta (da 79,7 a 74,2 miliardi); quella passiva per investimenti di portafoglio è cresciuta (da -823,5 a -910,6 miliardi), quella passiva per altri investimenti è scesa (da -314,8 a -246,4). Le riserve ufficiali sono diminuite, da 306,5 a 280,6 miliardi.

L'Italia

Nel 2004 il saldo del conto corrente italiano è migliorato, registrando un deficit di 12,0 miliardi (0,9 per cento del PIL), contro i 17,4 nel 2003 (1,3 per cento del PIL; tav. B35). La relativa debolezza della domanda interna ha contribuito a contenere l'aumento delle importazioni di beni e servizi rispetto alla crescita delle esportazioni; queste ultime, in particolare quelle di beni manufatti, nonostante l'eccezionale espansione del commercio mondiale, sono state frenate dalle perdite di competitività, derivanti in parte dall'apprezzamento dell'euro, in parte dall'insufficiente progresso nelle condizioni di efficienza dell'industria (cfr. il capitolo: *La domanda*).

Tav. B35

BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA (1) (saldi in miliardi di euro)

Voci	2001	2002	2003	2004
Conto corrente	-0,7	-10,0	-17,4	-12,0
Merci	17,4	14,0	9,9	8,8
Esportazioni	273,6	267,6	263,6	283,3
Importazioni	256,2	253,5	253,7	274,5
Servizi .....	..	-3,0	-2,4	1,5
Redditi	-11,6	-15,4	-17,8	-14,7
Trasferimenti unilaterali	-6,5	-5,6	-7,1	-7,7
di cui: Istituzioni della UE	-5,6	-5,7	-6,3	-6,5
Conto capitale	0,9	-0,1	2,5	2,1
Attività intangibili	-0,3	-0,2	-0,1	..
Trasferimenti unilaterali	1,2	0,1	2,6	2,1
di cui: Istituzioni della UE	1,7	1,6	3,6	2,8
Conto finanziario	-3,3	8,5	17,3	8,9
Investimenti diretti	-7,4	-2,7	6,5	-2,0
Investimenti di portafoglio	-7,6	16,1	3,4	26,4
Derivati	-0,5	-2,7	-4,8	1,8
Altri investimenti	11,7	1,0	13,7	-19,7
di cui: Banche (2)	27,6	-41,7	40,6	-10,8
Variazione riserve ufficiali	0,5	-3,1	-1,4	2,3
Errori e omissioni	3,1	1,5	-2,5	1,1

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) IFM; esclusa la Banca d'Italia.

L'avanzo complessivo dei beni e dei servizi è aumentato da 7,6 a 10,4 miliardi, come risultato del miglioramento di 3,9 miliardi del saldo dei servizi, passato in attivo dopo due anni di disavanzo. Tale miglioramento riflette principalmente la crescita dell'avanzo nei viaggi, a sua volta determinato, per circa i due terzi, dal calo delle spese all'estero degli italiani. Il deficit nei redditi si è ridotto di 3,1 miliardi, quello nei trasferimenti correnti è leggermente cresciuto (da 7,1 a 7,7 miliardi).

La diminuzione del disavanzo nel conto corrente italiano è attribuibile per circa 3,6 miliardi alla crescita del surplus rispetto ai paesi esterni all'area e per circa 1,7 alla diminuzione del deficit con i paesi dell'area. Il miglioramento nel saldo dei servizi è stato conseguito principalmente nelle transazioni con i paesi esterni all'area; quello nei redditi nei confronti dei paesi dell'area.

Il conto capitale ha registrato un avanzo di 2,1 miliardi, contro 2,5 nel 2003.

Il conto finanziario ha registrato afflussi netti per 8,9 miliardi (0,7 per cento del PIL, comprensivi di una diminuzione delle riserve di 2,3 miliardi) contro 17,3 miliardi nel 2003. La forte crescita dell'avanzo negli investimenti di portafoglio (da 3,4 a 26,4 miliardi) e l'avanzo nei derivati (1,8 miliardi, da -4,8) sono stati compensati da uscite nette per investimenti diretti (-2,0 miliardi, da 6,5) e "altri investimenti" (-19,7 miliardi, da 13,7).

Alla fine del 2004, per il terzo anno consecutivo, la posizione netta sull'estero dell'Italia è risultata negativa. Rispetto a dodici mesi prima è peggiorata, dal 5,3 al 7,3 per cento del PIL. L'aumento delle passività nette (da -69,2 a -98,6 miliardi) è per 8,9 miliardi attribuibile alle entrate nette nel conto finanziario e per la restante parte alla minore rivalutazione delle attività, prevalentemente espresse in valuta straniera, rispetto alle passività, in euro.

Gli scambi di merci. – Dopo due anni di ristagno, le esportazioni e le importazioni sono tornate a crescere nel 2004, rispettivamente del 7,5 e dell'8,2 per cento in valore. L'attivo commerciale è sceso da 9,9 a 8,8 miliardi (dallo 0,8 allo 0,7 per cento del PIL).

La crescita in valore delle esportazioni e delle importazioni riflette sia una ripresa delle quantità scambiate, sia un rialzo dei valori medi unitari. Secondo i dati del commercio estero, la quantità totale dei beni esportati è aumentata del 3,1 per cento (-2,7 nel 2003), principalmente per l'impulso proveniente dai paesi esterni alla UE; la crescita del 4,3 per cento (0,8 nel 2003) del loro valore medio unitario, accompagnata da un apprezzamento in termini effettivi dell'euro, ha reso le merci italiane

meno competitive (cfr. il capitolo: *La domanda*). Per i beni importati la quantità è cresciuta del 3,5 per cento (0,7 nel 2003), anche in questo caso prevalentemente dai paesi esterni alla UE. I valori medi unitari totali sono saliti del 4,8 per cento (-0,3 nel 2003), quelli dei beni provenienti dai paesi esterni alla UE hanno registrato rialzi superiori, riflettendo in parte i rincari delle materie di base. Le ragioni di scambio sono peggiorate dello 0,4 per cento.

La ripresa del commercio internazionale nei beni intermedi ha trainato tanto le esportazioni quanto le importazioni di prodotti della metallurgia, delle macchine meccaniche ed elettriche e dei mezzi di trasporto, caratterizzati da un grado elevato di commercio intra-industriale. Il consistente avanzo nel tradizionale settore di specializzazione italiana, quello delle macchine e degli apparecchi meccanici, è ulteriormente aumentato (tav. aB68). Il disavanzo si è ridotto per i mezzi di trasporto; si è ulteriormente ampliato per gli apparecchi elettrici e di precisione, in cui l'Italia è despecializzata. L'aumento delle quantità e quello dei prezzi delle materie prime importate, in particolare il petrolio greggio, hanno prodotto una marcata crescita del disavanzo relativo ai prodotti dell'industria estrattiva. Il settore dei prodotti chimici, fibre sintetiche e artificiali e quello dei prodotti tessili e dell'abbigliamento hanno anche essi fatto registrare un peggioramento del saldo. In quest'ultimo settore, a causa della concorrenza dei paesi emergenti, le esportazioni sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre le importazioni sono cresciute del 5,3 per cento. Gli avanzi nel cuoio e calzature e nei mobili sono rimasti vicini ai livelli dell'anno precedente.

La crescita del valore dei flussi di esportazione e di importazione con i paesi dell'area dell'euro (rispettivamente 6,9 e 6,7 per cento) si è tradotta in un aumento di 0,6 miliardi del disavanzo (tav. B36), che, come nel 2003, ha riguardato principalmente la Germania, il Belgio, i Paesi Bassi e l'Irlanda. La diminuzione di 0,5 miliardi dell'avanzo commerciale nei confronti dei paesi esterni all'area è imputabile al peggioramento dei saldi bilaterali con i principali paesi partner emergenti ed esportatori di materie prime (in particolare i dieci nuovi paesi membri della UE, la Cina e l'OPEC). I saldi con i paesi avanzati sono invece rimasti stabili o sono migliorati.

La notevole espansione delle esportazioni nei mercati extra UE, in particolare nei paesi emergenti, registrata nel 2004 potrebbe indicare un riorientamento degli esportatori italiani verso i mercati più dinamici, contrariamente a quanto accaduto nella seconda metà degli anni novanta e nei primi anni del nuovo secolo. Secondo i risultati di un'analisi constant market share delle esportazioni italiane nei paesi dell'OCSE nel periodo 1996-2002, l'orientamento geografico ha penalizzato la crescita delle esportazioni più della loro composizione settoriale e della loro capacità di adattamento.

**INTERSCAMBIO COMMERCIALE FOB-FOB DELL'ITALIA
PER PAESE O AREA**

(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2003 e composizione percentuale)

Paesi	Esportazioni			Importazioni			Saldo		Saldo	
	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori	Variazioni	Composi- zione	Valori		In percentuale del PIL	
	2004			2004			2003	2004	2003	2004
Area dell'euro	129,4	6,9	45,7	141,3	6,7	51,5	-11,4	-12,0	-0,9	-0,9
<i>di cui: Francia</i>	35,2	7,0	12,4	30,8	4,7	11,2	3,5	4,4	0,3	0,3
<i>Germania ...</i>	39,0	4,8	13,8	51,1	8,6	18,6	-9,8	-12,0	-0,8	-0,9
<i>Spagna</i>	20,8	10,1	7,3	13,1	4,7	4,8	6,4	7,7	0,5	0,6
Resto del mondo ..	154,0	8,0	54,3	133,2	9,8	48,5	21,3	20,8	1,6	1,5
Paesi UE esterni all'area	40,5	3,8	14,3	28,2	5,4	10,3	12,2	12,3	0,9	0,9
Danimarca	2,2	10,4	0,8	2,0	9,1	0,7	0,1	0,1	..	..
Regno Unito	19,8	6,1	7,0	12,1	-3,4	4,4	6,2	7,7	0,5	0,6
Svezia	2,9	7,2	1,0	3,7	6,7	1,3	-0,7	-0,8	-0,1	-0,1
Altri paesi UE ...	15,6	-0,3	5,5	10,4	16,4	3,8	6,7	5,1	0,5	0,4
Paesi extra UE	113,5	9,6	40,1	105,0	11,1	38,2	9,1	8,5	0,7	0,6
Canada	2,4	-0,2	0,8	1,2	3,5	0,5	1,2	1,2	0,1	0,1
Giappone	4,3	0,1	1,5	5,3	3,8	1,9	-0,8	-1,0	-0,1	-0,1
Stati Uniti	22,1	2,3	7,8	9,1	-0,7	3,3	12,5	13,0	1,0	1,0
Svizzera	2,9	7,2	1,0	3,7	6,7	1,3	-0,7	-0,8	-0,1	-0,1
Cina	4,4	15,1	1,5	11,1	22,6	4,0	-5,2	-6,7	-0,4	-0,5
Mercosur (1).....	2,5	16,4	0,9	3,2	16,8	1,2	-0,6	-0,7	..	-0,1
OPEC	11,0	7,8	3,9	18,1	14,1	6,6	-5,7	-7,1	-0,4	-0,5
NIEs (2)	7,3	3,9	2,6	5,3	14,6	1,9	2,4	2,0	0,2	0,1
Russia	5,0	28,8	1,7	8,8	17,9	3,2	-3,6	-3,8	-0,3	-0,3
Altri	51,7	13,5	18,2	39,2	9,2	14,3	9,6	12,5	0,7	0,9
Totale ...	283,3	7,5	100,0	274,5	8,2	100,0	9,9	8,8	0,8	0,7

(1) Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay. - (2) Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan).

Il disavanzo nei confronti della Cina è salito di 1,5 miliardi, portandosi a 6,7 miliardi, come risultato di un aumento delle esportazioni e delle importazioni, rispettivamente del 15,1 e 22,6 per cento. Secondo i dati del commercio con l'estero, la crescita delle esportazioni è stata sospinta soprattutto dai prodotti della metallurgia, dai macchinari e dai mezzi di trasporto. Questi stessi settori (esclusi i mezzi di trasporto), unitamente a quelli del tessile e dell'abbigliamento e delle calzature, hanno fornito i contributi più alti anche all'aumento delle importazioni, favorite dall'apprezzamento dell'euro sul *renminbi*. In tutti questi settori, a eccezione dei mezzi di trasporto, il ritmo di espansione delle importazioni dalla Cina è stato superiore a quello delle esportazioni italiane verso questo paese. Sono

conseguentemente ulteriormente saliti i disavanzi nei prodotti del tessile e dell'abbigliamento (salito a 2,1 miliardi nel 2004), nelle macchine elettriche (2,0 miliardi) e nel cuoio e calzature (0,7); si è assai ridotto l'unico tradizionale avanzo, quello nei macchinari meccanici (0,3 miliardi). La crescita dei settori della meccanica nelle esportazioni cinesi segnala un possibile ulteriore aumento della somiglianza della specializzazione produttiva cinese con quella italiana. Con una quota del 4,0 per cento sul totale delle importazioni italiane, nel 2004 la Cina è divenuto il primo paese fornitore extra UE; con una quota dell'1,5 per cento sulle esportazioni dell'Italia, ha assunto la stessa importanza del Giappone come paese acquirente. Nel 2000 le corrispondenti quote erano pari al 2,7 e allo 0,9 per cento.

L'avanzo con i nuovi paesi membri della UE è sceso di 1,6 miliardi, in seguito a un forte aumento delle importazioni di macchine elettriche e mezzi di trasporto, a cui è corrisposta una sostanziale stazionarietà delle esportazioni. I contributi più rilevanti alla riduzione dell'avanzo sono derivati dall'interscambio con l'Ungheria e la Polonia.

L'aumento di 1,4 miliardi del disavanzo nei confronti dei paesi dell'OPEC è stato dovuto alla crescita delle importazioni di greggio, parzialmente compensate da un aumento delle esportazioni dei prodotti della metallurgia e dei macchinari meccanici ed elettrici.

L'interscambio con la Russia e il Mercosur è cresciuto significativamente, grazie al dinamismo delle loro economie. L'elevata crescita delle esportazioni verso la Russia di prodotti della meccanica è stata più che compensata dall'incremento delle importazioni di greggio e di prodotti della metallurgia, determinando un aumento di 0,2 miliardi del disavanzo. L'avanzo nei confronti dei paesi del Mercosur è rimasto contenuto; quello verso i paesi NIEs è sceso da 2,4 a 2,0 miliardi, risentendo della relativamente bassa crescita delle esportazioni.

L'avanzo commerciale nei confronti del Regno Unito è passato da 6,2 a 7,7 miliardi, grazie alla crescita delle esportazioni e alla diminuzione delle importazioni. L'incremento del valore delle esportazioni è stato sostenuto dall'aumento dei valori medi unitari (5,5 per cento), data la stazionarietà delle quantità vendute; in presenza di un lieve apprezzamento della sterlina rispetto all'euro (1,9 per cento in media d'anno), ciò potrebbe riflettere il mutamento nella composizione merceologica delle esportazioni (sono aumentate le quote dei prodotti della metallurgia e delle macchine meccaniche ed elettriche, a fronte di un calo di quelle del tessile e abbigliamento e del cuoio e calzature). L'avanzo nei confronti dei principali partner industriali extra UE è rimasto nel complesso stabile. Il piccolo aumento del surplus nei confronti degli Stati Uniti (da 12,5 a 13,0 miliardi) ha risentito di un moderato incremento delle esportazioni e di un leggero calo delle importazioni. La crescita sostenuta dell'interscambio con la Svizzera ha prodotto un modesto deterioramento del disavanzo bilaterale.

I servizi. – Il maggiore contributo al miglioramento dell'avanzo nei servizi (da -2,4 a 1,5 miliardi) è provenuto dai viaggi, il cui avanzo è pas-

sato da 9,4 a 12,2 miliardi (dallo 0,7 allo 0,9 per cento del PIL). Gli “altri servizi per le imprese” (arbitraggio su merci e altri servizi legati al commercio, leasing operativo e servizi professionali e tecnici) hanno contribuito con una diminuzione del deficit da 2,9 a 1,9 miliardi (tav. aB70). Il disavanzo nei trasporti è sceso di 0,4 miliardi, come risultato di un aumento di entrate e uscite (rispettivamente 20,1 e 10,1 per cento), sui cui hanno pesato i rincari petroliferi.

Il miglioramento dell'avanzo nei viaggi è stato prevalentemente determinato dalla riduzione delle spese all'estero dei viaggiatori italiani (secondo i dati di contabilità nazionale, anche i consumi interni delle famiglie per servizi alberghieri e di ristorazione e per viaggi organizzati si sono ridotti).

Le entrate complessive provenienti dai viaggi sono aumentate del 3,8 per cento (tav. B37); dopo il massimo toccato nel 2000, si erano ridotte per tre anni consecutivi. Mentre il numero dei viaggiatori in entrata è calato dell'8,3 per cento, soprattutto a causa della contrazione degli arrivi dall'area dell'euro, la spesa è cresciuta, prevalentemente grazie al raddoppio degli arrivi di cittadini nordamericani, caratterizzati da una più elevata spesa pro capite, che nel biennio 2002-03 avevano ridotto la loro propensione a visitare paesi esteri.

La crescita degli introiti totali per viaggi è stata interamente determinata dai viaggiatori provenienti dai paesi esterni all'area dell'euro; sono cresciute le spese dei viaggiatori del continente americano e ridotte quelle dei viaggiatori asiatici, soprattutto dei giapponesi. I cittadini della Germania, del Regno Unito e dell'Olanda hanno aumentato la loro spesa turistica in Italia, mentre quelli della Francia, dell'Austria e della Spagna l'hanno fortemente ridotta. Come per le entrate turistiche complessive, anche la crescita dell'8,1 per cento di quelle per motivi di vacanza (che costituiscono il 60 per cento del totale degli introiti turistici dell'Italia) è stata trainata dalla ripresa della spesa effettuata dai turisti nordamericani. La leggera riduzione degli introiti derivanti da viaggi di lavoro (-1,6 per cento; 21 per cento del totale delle entrate) è stata determinata interamente dai cittadini comunitari e in particolare da quelli francesi.

Le uscite per viaggi si sono contratte del 9,4 per cento; erano aumentate del 2,4 nel 2003. Il numero dei viaggiatori in uscita è sceso del 15,4 per cento, mentre la spesa pro capite è aumentata del 7,1.

Nel 2004 gli esborsi e il numero dei viaggiatori italiani si sono ridotti sia nell'area sia, soprattutto, nei paesi all'esterno di essa. Ha maggiormente pesato sul calo della spesa totale il continente americano, in particolare gli Stati Uniti. Mentre nel 2003 i viaggi verso questo paese erano il 10,5 per cento delle uscite italiane, nel 2004 rappresentavano solo l'8,4 per cento. Le spese per vacanze, pari al 43 per cento del totale delle uscite, sono diminuite del 10,2 per cento; quelle per motivi di lavoro (36 per cento del totale) del 18,3 per cento.

**VIAGGIATORI IN ITALIA E ALL'ESTERO NEL 2004,
PER PROVENIENZA E DESTINAZIONE**
(composizione nel 2004 e variazioni percentuali sul 2003)

Paesi e aree di provenienza o destinazione	Viaggiatori stranieri in Italia				Viaggiatori italiani all'estero			
	Composizione	Variazioni	di cui: per vacanze		Composizione	Variazioni	di cui: per vacanze	
			Composizione	Variazioni			Composizione	Variazioni
Spesa complessiva								
Area dell'euro	49,2	-5,5	54,3	-6,1	37,1	-4,8	37,3	-11,0
di cui: <i>Germania ...</i>	23,0	4,1	28,3	5,9	8,7	19,4	3,3	..
<i>Francia</i>	9,0	-14,2	8,6	-9,0	12,2	-1,5	15,4	0,5
<i>Austria</i>	5,7	-35,8	5,9	-46,1	6,1	18,8	7,2	4,5
Extra area dell'euro	50,8	14,7	45,7	31,9	62,9	-12,0	62,7	-9,7
di cui: <i>Regno Unito</i>	8,8	16,7	10,1	18,8	4,9	-2,4	3,4	30,6
<i>Svizzera</i>	7,2	-4,8	5,9	-8,7	6,1	-8,8	3,8	-10,3
<i>Stati Uniti ...</i>	11,2	64,5	10,8	91,3	8,4	-27,7	6,8	-8,6
<i>Giappone ...</i>	1,4	-47,7	1,4	-32,9	0,8	-28,6	0,3	23,5
Totale	100,0	3,8	100,0	8,1	100,0	-9,4	100,0	-10,2
Numero di viaggiatori								
Area dell'euro	52,0	-13,3	58,9	-14,4	35,1	-6,0	41,7	-8,1
di cui: <i>Germania ..</i>	20,2	-14,7	26,2	-12,3	5,7	-15,6	4,2	-13,0
<i>Francia</i>	13,9	-7,6	13,7	-7,9	15,0	-9,6	19,2	-7,3
<i>Austria</i>	9,4	-31,1	9,2	-41,7	8,9	34,9	10,5	17,8
Extra area dell'euro	48,0	-2,2	41,1	39,3	64,9	-19,8	58,3	-7,3
di cui: <i>Regno Unito</i>	6,4	26,2	8,0	40,5	2,1	5,4	2,5	46,8
<i>Svizzera</i>	16,0	-11,9	9,2	13,0	33,3	-23,5	19,3	4,6
<i>Stati Uniti ...</i>	4,3	101,9	5,3	140,1	1,9	-10,9	2,1	1,4
<i>Giappone ...</i>	0,6	-42,7	0,7	-29,9	0,1	-19,2	0,1	9,1
Totale ...	100,0	-8,3	100,0	1,7	100,0	-15,4	100,0	-7,6

Fonte: UIC, Indagine campionaria sul turismo.

I viaggi all'estero costituiscono la voce più rilevante nel commercio internazionale di servizi nonché un settore di specializzazione dell'Italia. Tra il 1980 e il 2003 l'incidenza (a prezzi correnti) degli introiti turistici sul complesso delle esportazioni italiane di servizi è stata quasi sempre superiore a quella media mondiale; la quota (a prezzi e cambi correnti) delle esportazioni italiane di servizi turistici sul totale delle esportazioni mondiali del settore ha invece seguito una tendenza alla diminuzione, interrotta transitoriamente nella prima parte degli anni novanta, per effetto delle svalutazioni della lira. Pari all'8,7 per cento nel 1980, la quota ha toccato un minimo nel 1989, ragguagliandosi al 5,9 per cento, per tornare su valori leggermente superiori al 7 tra il 1992 e il 1996. Negli anni successivi la quota ha ripreso a scende-

re. Nonostante l'impulso fornito dal deprezzamento dell'euro, poco dopo il suo avvio, e dal Giubileo del 2000, la quota ha toccato un nuovo minimo nel 2001 con il 5,6 per cento, per risalire al 5,9 nel 2003. Nello stesso anno il primo paese per quota di mercato erano gli Stati Uniti (16,0 per cento), il secondo la Spagna (7,9), seguita dalla Francia (7,0) e dall'Italia.

I redditi. – Il disavanzo nei redditi, che aumentava dal 1998 (con la sola eccezione del 2001), è tornato a ridursi, scendendo da 17,8 a 14,7 miliardi. Il disavanzo nei redditi da lavoro è sceso di 0,9 miliardi, come conseguenza di una diminuzione dei crediti e, soprattutto, dei debiti; il calo di 2,2 miliardi del deficit nei redditi da capitale è stato il risultato di riduzioni dei disavanzi nei redditi da investimenti di portafoglio (da -12,5 a -10,8 miliardi) e da “altri investimenti” (da -4,3 a -3,4 miliardi; tav. aB72).

La riduzione del disavanzo nei redditi di portafoglio, che rappresenta la componente più significativa tanto del disavanzo nei redditi da capitale quanto del disavanzo totale nei redditi, è derivata da un aumento delle entrate (8,5 per cento) superiore a quello delle uscite (1,3).

La quasi totalità del disavanzo nei redditi di portafoglio si riferisce ai paesi dell'area dell'euro. Nel 2004 il disavanzo intra area (-12,2 miliardi) è migliorato di 1,2 miliardi rispetto al 2003, come risultato di un aumento dell'8 per cento delle entrate e di una riduzione dell'1,0 delle uscite. La crescita delle entrate può essere messa in relazione con gli ingenti investimenti effettuati nel 2003 e nel 2004 dagli italiani in titoli emessi da residenti dell'area, la diminuzione delle uscite con i disinvestimenti da titoli italiani realizzati dai residenti dell'area nel 2003, seguiti da modesti investimenti nel 2004. Le entrate da e le uscite verso i paesi esterni all'area sono aumentate nel 2004 rispettivamente del 9 e del 5 per cento. L'aumento delle entrate rifletterebbe principalmente un rialzo dei rendimenti sulle attività all'estero; la minore crescita delle uscite la diminuzione degli investimenti dai paesi esterni all'area.

Il saldo dei redditi da investimenti diretti è tornato a registrare un modesto passivo (-0,3 miliardi, dopo gli attivi di 0,1 e 0,2 miliardi nei due anni precedenti).

Per l'Italia, come per quasi tutti gli altri principali paesi industriali, i redditi da investimenti diretti hanno un'importanza contenuta come fonte di entrate e di uscite derivanti dall'internazionalizzazione dell'attività economica, se comparati a quelle degli scambi di beni e di servizi. Tra i principali paesi di origine e di destinazione degli investimenti diretti all'estero, solo in tre paesi piccoli (Paesi Bassi, Svezia e Svizzera) e nel Regno Unito essi rappresentano una componente importante. Nel periodo 1999-2003, nonostante una posizione netta per investimenti diretti positiva (5,5 per cento del PIL), l'Italia ha registrato in media disavanzi netti nei redditi da investimenti diretti, seppur esigui in termini assoluti e in rapporto al PIL. In Francia, nei Paesi Bassi, nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Svezia e in Svizzera, i redditi da investimenti diretti hanno contribuito positivamente al saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e

al reddito nazionale lordo. Gli avanzi realizzati sono stati pari a circa il 5 per cento del PIL nel caso della Svizzera, vicino al 2,5 per il Regno Unito e al 2 per la Svezia, compresi tra lo 0,6 e l'1,2 per cento per gli altri paesi. Sul saldo totale dei redditi da investimenti diretti pesano in modo significativo gli utili reinvestiti; depurando i redditi totali da quest'ultima componente, l'avanzo registrato dai principali paesi industriali aventi una posizione netta positiva negli investimenti diretti si riduce sensibilmente. Solo la Svizzera e i Paesi Bassi continuano a registrare avanzi rispettivamente del 4 e del 2 per cento del PIL; per gli altri paesi essi si riducono a valori pari o inferiori allo 0,5 per cento. Nel caso dell'Italia, il saldo diventa moderatamente positivo (0,2 per cento del PIL).

I trasferimenti unilaterali in conto corrente. – Nel 2004 il disavanzo dell'Italia in questa voce è salito da 7,1 a 7,7 miliardi. Il peggioramento è stato interamente causato dai trasferimenti pubblici (da -5,5 a -6,9 miliardi), dovuto per 1,1 miliardi alla diminuzione dell'avanzo con gli “altri soggetti non residenti”, conseguente alla riduzione di pari importo dei crediti per imposte, tasse e contributi previdenziali (tav. aB73). Il disavanzo nei confronti delle Istituzioni della UE è cresciuto di 0,2 miliardi (da -6,3 a -6,5). I trasferimenti privati hanno invece fornito un contributo positivo: il saldo degli “altri trasferimenti” (che includono i premi e gli indennizzi assicurativi relativi al “ramo danni”, le imposte e le tasse pagate dai residenti, i trasferimenti per pensioni e previdenza) è ulteriormente migliorato (da un sostanziale pareggio a 1,9 miliardi), più che compensando l'aumento del disavanzo nelle rimesse per emigrati (da 0,9 a 1,9).

Nel 2004 le rimesse degli immigrati residenti in Italia sono state pari a 2,1 miliardi, circa l'8 per cento del totale degli esiti relativi ai trasferimenti in conto corrente. Pur con le difficoltà insite nella misurazione dei flussi di rimesse, che solo in parte transitano attraverso il canale bancario, e delle consistenze degli immigrati, l'ammontare medio pro capite delle rimesse effettuate nel 2004 dagli stranieri presenti in Italia è valutabile tra i 900 e i 1.100 euro. Dal confronto con i principali paesi europei emerge che per l'Italia e per la Spagna, dove il fenomeno migratorio è più recente, tale ammontare è più elevato rispetto a quello che si riscontra in Francia e soprattutto in Germania. Questo fenomeno può riflettere, tra l'altro, il diverso legame degli immigrati con i luoghi d'origine, a sua volta connesso con la durata della permanenza nei paesi di destinazione.

Il conto capitale. – Nel 2004 il surplus del conto capitale dell'Italia è sceso da 2,5 a 2,1 miliardi. La diminuzione è pressoché interamente attribuibile alla riduzione delle entrate nei trasferimenti pubblici (da 3,6 a 2,8 miliardi), conseguente dalla diminuzione di 0,8 miliardi dei crediti verso le Istituzioni della UE a valere sul Fondo di sviluppo regionale (tav. aB74). Le uscite per remissioni di debiti, che nel 2002 e nel 2003 erano state pari a 1,1 e 0,7 miliardi, sono scese a 0,1 miliardi nel 2004.

Gli investimenti diretti. – Nel 2004 vi è stato un significativo aumento degli investimenti italiani all'estero (da -8,0 a -15,5 miliardi) e una lieve diminuzione di quelli provenienti dall'estero (da 14,5 a 13,5 miliardi). Il contributo principale alla variazione del saldo è pervenuto dai paesi dell'area dell'euro, nei cui confronti si è passati da un afflusso di 5,7 a un'uscita netta di 3,4 miliardi; l'avanzo con i paesi esterni all'area è salito da 0,8 a 1,5 miliardi.

Gli investimenti all'estero (esclusi gli immobili) degli operatori non bancari italiani sono passati da 6,2 a 14,5 miliardi. Quelli in Italia degli operatori non bancari stranieri sono invece rimasti sostanzialmente stabili intorno ai 13 miliardi (tavv. aB75 e aB76). La crescita dei primi è avvenuta sia nell'industria (da 1,2 a 6,1 miliardi) sia nei servizi (da 1,6 a 4,0); il settore energetico ha contribuito con investimenti per 4,3 miliardi (da 3,1 nel 2003). Sulla ripresa degli investimenti del settore industriale ha influito la forte crescita di quelli del settore meccanico (3,4 miliardi), che si confrontano con disinvestimenti nel 2003 (1,2 miliardi). Nel settore del credito e assicurazioni gli investimenti all'estero sono scesi da 4,9 a 2,1 miliardi.

Sul ristagno degli investimenti diretti stranieri in Italia ha pesato la diminuzione di quelli nell'industria (da 5,3 a 1,6 miliardi), che ha bilanciato l'aumento degli investimenti nei settori dell'energia (da 1,8 a 3,6 miliardi) e dei servizi (da 5,9 a 7,7). La diminuzione nel settore industriale è conseguita principalmente da disinvestimenti dal settore chimico per 2,8 miliardi (da investimenti per 1,0 nel 2003) e da una riduzione di circa 2 miliardi nel settore alimentare (da 2,2 a 0,3 miliardi); questi cali sono stati parzialmente compensati da un aumento nel settore meccanico (da 1,8 a 3,0 miliardi).

Nel 2004, la posizione netta verso l'estero dell'Italia per investimenti diretti (esclusi gli immobili) degli operatori non bancari è scesa da 35,0 a 32,8 miliardi (tav. aB82), dal 2,7 al 2,4 per cento del PIL, risentendo della minore rivalutazione delle attività per via dell'apprezzamento dell'euro. Gli apporti più consistenti derivano dal saldo degli investimenti nel settore energetico (19,2 miliardi) e nel credito e assicurazioni (26,4 miliardi). La posizione netta dell'industria nel suo complesso è negativa (-4,7 miliardi), prevalentemente a causa della posizione debitoria verso i paesi industriali esterni all'area dell'euro.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – In Italia, nel 2004, vi sono state entrate nette per investimenti di portafoglio e derivati pari a 28,3 miliardi, contro deflussi per 1,5 nel 2003. Il miglioramento è principalmente attribuibile alla diminuzione delle uscite nette verso i paesi dell'area dell'euro (da 58,5 a 28,8 miliardi), a fronte di una sostanziale stabilità delle entrate nette dai paesi esterni all'area.

Le entrate nette totali per soli investimenti di portafoglio sono passate da 3,4 a 26,4 miliardi. Il calo degli investimenti all'estero degli italiani (da 51,1 a 21,1 miliardi) e la lieve diminuzione di quelli stranieri in titoli italiani (da 54,4 a 47,5 miliardi) sono stati determinati dagli investimenti in titoli non azionari. Nel corso del 2004, le attese di maggiore redditività delle imprese hanno favorito gli investimenti azionari, mentre la riduzione dei rendimenti ha penalizzato i mercati obbligazionari.

Gli italiani hanno diminuito gli investimenti non azionari all'estero da 37,3 a 8,2 miliardi e solo marginalmente quelli azionari da 13,8 a 12,9 miliardi.

Gli investimenti in titoli non azionari si sono diretti verso le obbligazioni emesse dai paesi dell'area dell'euro e della UE (in particolare Francia, Germania, Spagna, Regno Unito, i dieci nuovi paesi membri della UE), ma anche, in modesto ammontare, verso titoli emessi dalla Cina e dall'India. Come nel 2003 gli investimenti azionari si sono diretti principalmente verso i paesi dell'area dell'euro, in particolare verso il Lussemburgo, per la presenza in questo paese di numerosi fondi di investimento; vi sono stati inoltre significativi disinvestimenti netti dagli Stati Uniti e dal Regno Unito e investimenti di modesta entità verso il Giappone, la Cina e i paesi del Mercosur.

Gli stranieri hanno ridotto, soprattutto nella seconda parte dell'anno, gli investimenti in titoli non azionari italiani, da 56,6 a 34,1 miliardi, e hanno investito 13,4 miliardi in titoli azionari, contro disinvestimenti per 2,2 nel 2003. La riduzione degli investimenti in titoli non azionari è conseguita dal massiccio calo degli investimenti in titoli di Stato (da 61,9 a 9,9 miliardi); sono invece aumentati gli investimenti negli altri titoli non azionari, in particolare nelle obbligazioni non bancarie, anche a seguito di un aumento delle emissioni nette di questi titoli (tav. B38; cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Tav. B38

INVESTIMENTI ESTERI IN TITOLI ITALIANI
(flussi in milioni di euro)

Voci	2002	2003			2004		
		I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	Anno
Obbligazioni non bancarie..	18.105	7.431	-6.506	925	10.081	1.381	11.462
Titoli di stato (1).....	24.239	58.814	3.128	61.942	25.940	-15.991	9.949
BOT	-12.359	16.058	-2.108	13.949	-2.133	-9.911	-12.044
BTP	33.125	28.803	20.743	49.545	5.136	12.541	17.677
CCT	-2.076	798	-2.631	-1.834	14.486	-3.856	10.630
CTZ.....	1.314	3.463	-7.924	-4.461	2.946	-10.091	-7.145
Prestiti della Repubblica (2)	4.431	9.730	-6.740	2.990	5.470	-4.471	999
Altri	-197	-37	1.790	1.752	35	-203	-168

(1) La ripartizione per strumenti è stimata e soggetta a revisione. – (2) Acquisti e vendite da parte di non residenti.

La quota prevalente degli investimenti in titoli non azionari italiani è attribuibile ai paesi esterni all'area; rispetto al 2003 vi è stata una forte riduzione di quelli provenienti dal Regno Unito e un leggero aumento di quelli degli Stati Uniti. Gli investimenti dall'estero in titoli azionari italiani sono provenuti principalmente dalla Germania, dalla Francia, dal Regno Unito e dagli Stati Uniti.

Gli "altri investimenti" e la variazione delle riserve ufficiali. – Nel 2004 vi sono state uscite nette per 19,7 miliardi alla voce "altri investimenti", contro entrate nette per 13,7 nel 2003. I residenti hanno aumentato gli "altri investimenti" all'estero, da 19,4 a 37,6 miliardi; gli stranieri hanno invece ridotto i loro "altri investimenti" in Italia da 33,1 a 17,9 miliardi. L'evoluzione riflette quasi interamente il comportamento delle banche, le cui uscite nette sono state pari a circa 11 miliardi, da entrate nette per 40,6 nel 2003. La crescita della raccolta interna superiore a quella dei prestiti sull'interno ha favorito sia l'assunzione di impieghi all'estero (-21,6 miliardi, contro 0,9 nel 2003), sia la riduzione della raccolta sull'estero (da 39,7 a 10,7 miliardi; cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Il saldo alla voce prestiti e depositi del settore privato non bancario ha registrato entrate nette per 3,1 miliardi, contro uscite nette per 22,1 nel 2003. Dal lato delle passività vi sono state entrate per 5,1 miliardi, da quello delle attività uscite per 2,0 miliardi, un'indicazione di normalizzazione dei flussi dopo gli ingenti rimpatri di fondi che avevano caratterizzato il periodo 2001-03, in cui si applicavano le facilitazioni introdotte dal decreto legge 25 settembre 2001, n. 350, reiterate dal decreto legge 24 dicembre 2002, n. 282.

Nel 2004 le riserve ufficiali sono diminuite di 2,3 miliardi, contro un aumento di 1,4 nel 2003.

La posizione patrimoniale verso l'estero e le riserve ufficiali. – A fine anno le passività nette della posizione patrimoniale verso l'estero sono aumentate rispetto alla fine del 2003, di poco più di 29 miliardi (tav. B39 e tav. aB80), da 69,2 a 98,6 miliardi (dal 5,3 al 7,3 per cento del PIL; i dati per il 2003 e gli anni precedenti sono stati rivisti, cfr. oltre). Questo peggioramento è attribuibile per 8,9 miliardi agli afflussi netti finanziari registrati nell'anno, per il resto agli effetti di rivalutazione di prezzo e di cambio. Poiché la quota in valuta estera (principalmente dollaro e altre valute appartenenti al paniere DSP) delle attività è superiore a quella delle passività, l'apprezzamento della valuta comune rispetto al dollaro e allo yen ha comportato una diminuzione del controvalore in euro delle attività, valutate a cambi di fine 2004, superiore a quello delle passività (rispettivamente -11,6 e -7,9 miliardi, equivalenti allo -0,9 e allo -0,6 per cento delle rispettive consistenze di fine 2003). Le altre rivalutazioni, prevalentemente di prezzo, hanno comportato un aumento delle attività inferiore a quello

delle passività (rispettivamente 14,6 e 31,4 miliardi, corrispondenti all'1,2 e al 2,4 per cento delle consistenze iniziali); complessivamente, gli aggiustamenti hanno comportato un aumento delle attività di 3,1 miliardi, delle passività di 23,5.

Tav. B39

POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO DELL'ITALIA
(milioni di euro)

Voci	Stock a fine 2003 (1)	Gennaio-dicembre 2004					Stock a fine 2004 (1)
		Flussi (2)	Aggiustamenti			Variazione degli stock (d)=(b)+(c)	
			(c)	di cambio (3)	altri		
(a)	(b)	(c)				(3)		(d)=(b)+(c)	(a)+(d)
Operatori residenti non bancari							
Attività	911.935	36.386	4.611	-8.246	12.857	40.997	952.932
Investimenti diretti	174.767	15.571	1.140	-1.906	3.046	16.711	191.478
Investimenti di portafoglio	563.108	11.670	12.166	-5.860	18.026	23.836	586.944
di cui: <i>azioni</i>	249.663	11.775	8.364	-4.127	12.491	20.139	269.802
Altri investimenti	162.912	8.207	-7.752	-480	-7.272	455	163.367
Strumenti derivati	11.148	938	-943	..	-943	-5	11.143
Passività	964.514	57.897	22.430	-4.205	26.635	80.327	1.044.841
Investimenti diretti	136.522	13.380	4.594	-29	4.623	17.974	154.496
Investimenti di portafoglio	707.165	32.041	21.360	-3.733	25.093	53.401	760.566
di cui: <i>azioni</i>	24.616	10.833	6.343	..	6.343	17.176	41.792
Altri investimenti	113.289	6.881	-2.426	-443	-1.983	4.455	117.744
Strumenti derivati	7.538	5.595	-1.098	..	-1.098	4.497	12.035
Posizione netta ...	-52.579	-21.511	-17.819	-4.041	-13.788	-39.330	-91.909
Banche residenti							
Attività	265.380	34.166	843	-1.698	2.541	35.009	300.389
Passività	343.747	27.911	1.144	-3.645	4.789	29.055	372.802
Posizione netta ...	-78.367	6.256	-302	1.947	-2.248	5.953	-72.413
Banca centrale							
Attività	64.166	4.736	-2.374	-1.609	-765	2.362	66.528
Passività	2.444	-1.636	-41	-41	..	-1.677	767
Posizione netta ...	61.722	6.372	-2.333	-1.568	-765	4.039	65.761
TOTALE POSIZIONE NETTA	-69.224	-8.884	-20.454	-3.662	-16.791	-29.338	-98.561
<small>(1) Ai prezzi e cambi di fine periodo. – (2) Ai prezzi e cambi in essere alla data della transazione. – (3) Calcolati sulla base della composizione per valuta.</small>							

Per quanto concerne le principali componenti della posizione patrimoniale, le riserve ufficiali alla fine del 2004 erano pari a 45,8 miliardi di euro, contro 50,1 nel 2003. La riduzione è dovuta per 2,3 miliardi ai flussi e per

2,0 miliardi agli aggiustamenti di cambio e di valutazione. La consistenza delle riserve in valute convertibili è diminuita di 3,0 miliardi, quella in oro di 0,7 (tav. aB79).

Alla fine del 2004, le passività nette degli operatori non bancari sono peggiorate di 39,3 miliardi, come risultato di un aumento di 80,3 miliardi delle passività e di 41,0 delle attività. L'aumento delle passività è derivato per circa 58 miliardi dai nuovi flussi di investimento e per poco più di 22 dagli aggiustamenti di valutazione. Tra questi ultimi, quelli per i cambi hanno contribuito a ridurre le passività di 4,2 miliardi. Gli "altri", che riflettono principalmente la ripresa dei corsi azionari e dei titoli non azionari e si concentrano quasi interamente negli investimenti di portafoglio, hanno accresciuto le passività di 26,6 miliardi; tali aggiustamenti hanno inciso anche sulle attività degli operatori non bancari, accrescendo soprattutto le consistenze degli investimenti di portafoglio. La svalutazione delle attività dovuta agli aggiustamenti del cambio (-8,2 miliardi) è stata più consistente di quella sulle passività.

L'indebitamento netto degli operatori bancari è moderatamente calato rispetto al 2003 (da -78,4 a -72,4 miliardi). La variazione riflette principalmente il contributo dei flussi, a fronte di effetti di aggiustamenti di cambio e "altri" che si sono pressoché compensati.

I dati sulla posizione patrimoniale complessiva dell'Italia, relativi alla fine del 2003 e degli anni precedenti, sono stati parzialmente rivisti per tenere conto di nuove evidenze rese disponibili con i risultati delle indagini condotte dall'Ufficio italiano dei cambi (UIC) sulle attività e sulle passività per investimenti diretti e di portafoglio. Da qualche tempo è in corso a livello internazionale un dibattito sulle metodologie di calcolo delle consistenze finanziarie, in particolare quelle degli investimenti diretti e di portafoglio. In questo contesto i paesi dell'area dell'euro e la BCE hanno concordato di utilizzare, entro il 2008, il metodo della rilevazione diretta, titolo per titolo, delle consistenze degli investimenti di portafoglio (cfr. atto di indirizzo BCE 16 luglio 2004, n.15). I paesi dovrebbero inoltre provvedere alla rilevazione delle consistenze degli investimenti diretti attraverso indagini. L'Italia ha iniziato a utilizzare le indagini come metodologia di rilevazione delle consistenze delle attività e delle passività per investimenti diretti e delle attività di portafoglio nel 1998 (per dati relativi al 1997), nel quadro di un'iniziativa promossa dall'FMI; nel 2003 (per dati sul 2002) ha avviato anche un'indagine sulle passività di portafoglio. A partire dal 2002, per i dati relativi alla fine dell'anno precedente, i risultati dell'indagine sulle attività di portafoglio sono regolarmente utilizzati per compilare le consistenze definitive. A partire dall'anno in corso i risultati dell'indagine sulle passività per investimenti diretti vengono utilizzati nella compilazione delle passività degli operatori bancari.

Rispetto ai dati precedentemente pubblicati sono state riviste al rialzo le attività di portafoglio totali alla fine del 2003 e le passività per investimenti diretti e di portafoglio degli operatori bancari alla fine del 2003 e degli anni precedenti. Le passività per altri investimenti degli operatori non bancari, alla fine del 2003 e degli anni precedenti, sono state riviste al ribasso, poiché i dati dell'indagine hanno suggerito una precedente erronea allocazione settoriale delle segnalazioni di flusso.

C – LA FINANZA PUBBLICA

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, dopo essere cresciuto per tre anni consecutivi, si è ridotto nel 2004 di 0,1 punti percentuali del PIL, al 2,8 per cento. In base ai programmi il disavanzo dell'area sarebbe dovuto diminuire di 0,4 punti. Il rapporto fra il debito e il prodotto è aumentato di 0,5 punti, al 71,4 per cento.

L'indebitamento netto è rimasto superiore al 3 per cento del PIL in Grecia, in Germania, in Francia e, in base ai dati resi noti dall'Istat il 24 maggio 2005, in Italia. In Portogallo è risultato prossimo a tale soglia, nonostante l'ampio ricorso a misure di carattere temporaneo. Nei Paesi Bassi è stato ricondotto al di sotto del 3 per cento.

La Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Francia e della Germania, avviata con riferimento ai risultati di bilancio del 2002, è ancora in corso. Nel 2004 la Procedura è stata avviata anche per la Grecia e i Paesi Bassi con riferimento ai risultati del 2003; per i Paesi Bassi è in corso di abrogazione.

In base ai più recenti programmi di stabilità, nel 2005 l'indebitamento netto dell'area dovrebbe scendere di 0,4 punti percentuali del PIL. Rispetto ai precedenti programmi, gli obiettivi stabiliti dalla maggior parte dei paesi per il triennio 2005-07 sono divenuti meno ambiziosi.

Secondo le previsioni della Commissione europea, nella maggioranza dei paesi anche i nuovi obiettivi non verrebbero conseguiti. Nel 2005 l'indebitamento netto dell'area rimarrebbe pressoché invariato.

Il Consiglio della UE ha approvato nel marzo del 2005 le linee guida per la modifica del Patto di stabilità e crescita. I cambiamenti principali riguardano la definizione degli obiettivi che i paesi devono perseguire nel medio termine e la Procedura per i disavanzi eccessivi. Il Consiglio direttivo della BCE ha espresso preoccupazione riguardo alle modifiche: va evitato che i cambiamenti apportati alla Procedura minino la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio, nella sostenibilità delle finanze pubbliche, nell'euro.

In Italia l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2004 è rimasto invariato al 3,2 per cento del PIL. Le revisioni statistiche effettuate dall'Istat in occasione della comunicazione del 24 maggio e della Notifica alla Commissione europea del 1° marzo hanno innalzato di 0,6 punti percentuali del PIL l'indebitamento netto nella media del

triennio 2001-03. Il disavanzo è risultato superiore alla soglia del 3 per cento anche nel 2001.

L'obiettivo per il 2004, indicato nell'1,8 per cento nel luglio del 2003, aveva subito revisioni al rialzo, fino al 2,9 per cento; le modifiche riflettevano soprattutto il peggioramento degli andamenti tendenziali, in parte legato a una congiuntura meno favorevole di quella attesa.

Le misure di natura temporanea hanno ridotto il disavanzo nel 2004 di oltre 1,5 punti percentuali del PIL (quasi 2 punti nel 2003). L'avanzo primario è diminuito all'1,8 per cento del PIL, dal 2,1 del 2003. La pressione fiscale è scesa di 0,9 punti, per il calo dei proventi dei condoni.

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è passato dal 4,3 al 4,2 per cento del PIL. Vi hanno influito misure con effetti temporanei per oltre 2 punti percentuali del PIL (circa 2 punti nel 2003); le regolazioni di debiti pregressi sono state esigue (0,7 punti nel 2003). Il divario rispetto all'indebitamento netto si è lievemente ridotto, a un punto percentuale del prodotto; correggendolo per il diverso impatto delle misure temporanee sui due saldi, esso è leggermente aumentato, a circa 1,5 punti; risulta più ampio se stimato sui saldi primari.

Negli ultimi anni la situazione dei conti pubblici italiani è progressivamente peggiorata. L'avanzo primario è sceso dal 6,7 per cento del PIL nel 1997 al 4,5 nel 2000 e all'1,8 nel 2004. Il risparmio delle Amministrazioni pubbliche, misurato dall'avanzo corrente, pari all'1,4 per cento nel 2000, è negativo dal 2003. Escludendo gli effetti delle misure di natura transitoria, nel 2004 l'indebitamento netto si è collocato appena al di sotto del 5 per cento del PIL, il fabbisogno poco oltre il 6 per cento; l'avanzo primario si è quasi annullato, in termini di cassa è negativo dal 2002.

Tra il 2000 e il 2004, il peggioramento del saldo primario al netto degli effetti delle misure temporanee ha riflesso per quasi 2 punti percentuali del PIL la riduzione delle entrate e per quasi 2,5 punti l'aumento delle spese. Sulla dinamica delle entrate hanno influito principalmente gli sgravi fiscali. L'aumento delle spese ha riguardato soprattutto quelle correnti, sospinte dalle erogazioni per le pensioni, le prestazioni sanitarie e il pubblico impiego. La spesa in conto capitale è aumentata di 0,6 punti.

Il rapporto tra il debito e il PIL è diminuito dal 106,8 per cento del 2003 al 106,6. In assenza delle dismissioni di attivi patrimoniali e dell'operazione di concambio di titoli con la Banca d'Italia effettuata nel 2002, sarebbe rimasto pressoché costante dal 2000. I dati sul debito sono stati oggetto di revisioni al rialzo; la più significativa, con un impatto di 0,5 punti percentuali del PIL nel 2004, è dovuta alla recente decisione dell'Eurostat di considerare come debito dello Stato i prestiti contratti da Infrastrutture

spa (Ispa) per il finanziamento degli investimenti per le linee ferroviarie ad alta velocità.

Per il 2005 il *Documento di programmazione economico-finanziaria* del luglio del 2004 indicava obiettivi del 2,7 per cento del prodotto per l'indebitamento netto e del 2,6 per l'avanzo primario. Veniva stimata una crescita del PIL pari al 2,1 per cento. A dicembre è stata approvata una manovra correttiva valutata ufficialmente in 1,7 punti percentuali del prodotto.

La Relazione trimestrale di cassa (Rtc) dell'aprile del 2005 elevava l'obiettivo per l'indebitamento netto al 2,9 per cento, in connessione con la revisione della crescita economica attesa all'1,2 per cento. La Rtc, tenendo conto di alcuni elementi di incertezza riguardanti in parte l'efficacia della manovra, stimava l'indebitamento netto tendenziale in un intervallo compreso tra il 2,9 e il 3,5 per cento. Nel caso di una evoluzione dei conti sfavorevole, il Governo si riservava di attuare interventi correttivi. La diminuzione del rapporto tra il debito e il prodotto veniva stimata in 0,5 punti, scontando dismissioni e cessioni di attività per circa 1,8 punti.

L'andamento dei principali aggregati macroeconomici potrebbe rivelarsi peggiore di quello incorporato nelle previsioni della Rtc. Vanno inoltre considerati gli effetti sul 2005 delle più recenti revisioni dei dati riguardanti l'indebitamento netto del 2004. Vi è il rischio che l'indebitamento netto si collochi oltre il limite superiore dell'intervallo indicato dal Governo. Il proseguimento del processo di riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto potrà richiedere dismissioni di entità superiore a quella indicata.

Secondo le previsioni della Commissione dell'aprile del 2005, in assenza di misure correttive e di ulteriori sgravi fiscali l'indebitamento netto salirebbe al 3,6 per cento del PIL nel 2005 e al 4,6 nel 2006. Per quest'ultimo anno il *Programma di stabilità* del novembre del 2004 indicava un obiettivo del 2 per cento.

L'elevato livello del debito rappresenta il problema principale della finanza pubblica italiana; è importante che il processo di riduzione del suo peso sul prodotto continui e si intensifichi. È necessario ricondurre rapidamente il disavanzo su un sentiero di riduzione. Il riequilibrio è condizione necessaria per migliorare le aspettative degli operatori economici, influenzando positivamente sugli investimenti e sulla crescita; permetterà di accrescere il contributo del settore pubblico al risparmio nazionale, rendendo disponibili maggiori risorse per il rafforzamento delle infrastrutture. Gli interventi correttivi devono mirare al contenimento duraturo della spesa primaria corrente; la considerevole entità dell'aggiustamento necessario richiede l'attuazione di riforme strutturali nei principali comparti di spesa.

LA POLITICA DI BILANCIO DEL 2004

L'area dell'euro

Nel 2004 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è stato pari al 2,8 per cento del PIL contro il 2,9 dell'anno precedente. Questo risultato riflette andamenti eterogenei nei diversi paesi: il saldo di bilancio è migliorato in misura rilevante in Francia, in Irlanda e nei Paesi Bassi; è significativamente peggiorato in Grecia, in Lussemburgo e in Spagna (tav. C1). In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, il disavanzo dell'area sarebbe dovuto diminuire di 0,4 punti percentuali del prodotto. La crescita economica dell'area è stata in linea con quanto indicato in media nei programmi.

Tav. C1

INDEBITAMENTO NETTO E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (in percentuale del PIL)

Paesi	Indebitamento netto (1)				Debito			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Germania	2,8	3,7	3,8	3,7	59,4	60,9	64,2	66,0
Francia	1,6	3,2	4,2	3,7	57,0	59,0	63,9	65,6
Italia	3,2	2,7	3,2	3,2	110,9	108,3	106,8	106,6
Spagna	0,5	0,3	-0,3	0,3	57,8	55,0	51,4	48,9
Paesi Bassi	0,1	1,9	3,2	2,5	52,9	52,6	54,3	55,7
Belgio	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	108,0	105,4	100,0	95,7
Austria	-0,3	0,2	1,1	1,3	66,2	65,8	64,7	64,2
Grecia	4,1	4,1	5,2	6,1	114,8	112,2	109,3	110,5
Finlandia	-5,2	-4,3	-2,5	-2,1	43,8	42,5	45,3	45,1
Irlanda	-0,9	0,5	-0,2	-1,3	35,8	32,6	32,0	29,9
Portogallo	4,4	2,7	2,9	2,9	55,9	58,5	60,1	61,9
Lussemburgo	-6,2	-2,3	-0,5	1,1	7,2	7,5	7,1	7,5
Area euro	1,8	2,5	2,9	2,8	69,6	69,6	70,9	71,4

Fonte: per i paesi dell'area dell'euro, con l'eccezione dell'Italia, elaborazioni su dati della Commissione europea (aprile 2005); per l'indebitamento netto dell'Italia, Istat (maggio 2005).

(1) I dati escludono i proventi delle licenze UMTS e includono gli effetti delle operazioni di swap e di forward rate agreement.

Questo paragrafo fa riferimento ai dati pubblicati dalla Commissione europea nell'aprile del 2005, con l'eccezione di quelli relativi all'Italia per i quali si tiene conto delle revisioni rese note dall'Istat il 24 maggio 2005. In alcuni paesi sono in corso aggiornamenti dei dati di contabilità nazionale.

I dati presentati dalla Commissione europea sono coerenti con le informazioni notificate dai paesi all'inizio di marzo. In tale occasione l'Eurostat non ha convalidato i consuntivi comunicati dalla Grecia e dall'Italia. Con riferimento alla Grecia gli approfondimenti in corso riguardano incoerenze nella contabilizzazione delle transazioni con la UE e le stime relative ad alcune voci di spesa; esse potrebbero condurre a revisioni al rialzo dei dati relativi al disavanzo. Per quanto riguarda l'Italia si rimanda al paragrafo: L'Italia.

L'avanzo primario dell'area è rimasto sostanzialmente stabile, allo 0,5 per cento del prodotto. La spesa per interessi è ulteriormente diminuita, dal 3,5 per cento del 2003 al 3,3 nel 2004.

Per la prima volta dal 2000 l'incidenza delle spese primarie sul prodotto è scesa, passando dal 45,6 al 45,1 per cento. Quella delle erogazioni primarie correnti è diminuita dal 41,0 per cento del 2003 al 40,7, riflettendo sostanzialmente la dinamica registrata in Germania per effetto di misure restrittive. Le erogazioni in conto capitale sono passate dal 4,6 al 4,4 per cento del PIL.

Le entrate sono diminuite dal 46,2 al 45,7 per cento del prodotto. La pressione fiscale è passata dal 41,9 al 41,6 per cento: le riduzioni delle imposte dirette (-0,1 punti percentuali), dei contributi sociali (-0,2 punti) e delle imposte in conto capitale (-0,1 punti) hanno più che compensato l'aumento delle imposte indirette (0,1 punti).

Disavanzi superiori al 3 per cento del PIL sono stati registrati in Grecia (6,1 per cento), in Germania (3,7), in Francia (3,7) e in Italia (3,2). In Portogallo l'indebitamento netto è stato pari al 2,9 per cento del prodotto. Dopo lo sconfinamento registrato nel 2003, principalmente dovuto al significativo deterioramento del quadro congiunturale, il disavanzo dei Paesi Bassi è stato pari al 2,5 per cento del PIL.

I dati relativi all'indebitamento netto della Grecia per il periodo 1997-2003 sono stati significativamente rivisti anche per effetto della riclassificazione di operazioni effettuate dalle Amministrazioni pubbliche. Rispetto alle informazioni disponibili a marzo del 2004 la stima del disavanzo è stata accresciuta in media di 2,4 punti percentuali del PIL.

Secondo le stime della Commissione europea, che non tengono conto delle ultime revisioni dei dati relativi all'Italia, il disavanzo dell'area corretto per gli effetti del ciclo economico è stato pari al 2,3 per cento del PIL, stabile rispetto al 2003; al netto della spesa per interessi si è registrato un avanzo pari all'1,0 per cento del prodotto (1,1 nel 2003). In alcuni paesi dell'area (Belgio, Italia e Portogallo) è rimasto significativo il ricorso a misure correttive di natura transitoria.

Fra i paesi che nel 2003 avevano disavanzi elevati, il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo è migliorato nei Paesi Bassi (0,8 punti percentuali del PIL) e in Francia (0,4 punti); è peggiorato in Grecia (1,4 punti) e in Germania (0,2 punti). È rimasto sostanzialmente stabile in Portogallo e in Italia.

Il rapporto fra il debito e il prodotto dell'area è passato dal 70,9 al 71,4 per cento. È cresciuto di oltre un punto in Germania, in Portogallo, in Francia, nei Paesi Bassi e in Grecia. Fra i paesi ad alto debito (Belgio, Italia e Grecia), il rapporto è diminuito in misura rilevante in Belgio (-4,3 punti) dove il saldo di bilancio rimane prossimo al pareggio.

La Procedura per i disavanzi eccessivi è ancora in corso nei confronti della Francia e della Germania. Nel 2004 è stata avviata per la Grecia e i Paesi Bassi. La Procedura nei confronti di quest'ultimo paese è in corso di abrogazione.

La Procedura veniva avviata dalla Commissione europea nei confronti della Germania e della Francia con riferimento ai risultati di bilancio del 2002, rispettivamente alla fine di tale anno e all'inizio dell'anno seguente. Il 25 novembre 2003 il Consiglio della UE nelle sue Conclusioni decideva di "tenere in sospenso" le due Procedure. Nel successivo gennaio, per chiarire sul piano legale le modalità di applicazione del Patto di stabilità e crescita, la Commissione sottoponeva all'esame della Corte di giustizia europea le Conclusioni del Consiglio. Nel luglio del 2004 la Corte annullava queste ultime in quanto non conformi alla normativa europea; le Conclusioni, infatti, non riflettevano una proposta della Commissione. La Corte tuttavia riconosceva la facoltà del Consiglio di non adottare le Raccomandazioni che vengono proposte dalla Commissione. Alla luce della decisione della Corte, in dicembre la Commissione europea comunicava al Consiglio la sua valutazione sullo stato dei conti pubblici nei due paesi: rilevava che le azioni intraprese dalla Francia e dalla Germania erano sostanzialmente coerenti con l'obiettivo di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo entro il 2005; non riteneva pertanto necessarie ulteriori iniziative nell'ambito delle Procedure.

Le Procedure in corso nei confronti dei Paesi Bassi e della Grecia sono state avviate, rispettivamente nell'aprile e nel maggio del 2004, con riferimento ai risultati di bilancio del 2003. Il Consiglio della UE ha inizialmente raccomandato a questi paesi di correggere il disavanzo eccessivo entro il 2005. Mentre per i Paesi Bassi non ha avanzato obiezioni in merito all'adeguatezza delle misure stabilite per raggiungere il risultato, nel gennaio del 2005 non ha ritenuto adeguati i provvedimenti approvati dalla Grecia. Con riferimento a quest'ultimo paese il Consiglio ha pertanto deciso, per la prima volta, di dare attuazione a un ulteriore passo della Procedura (articolo 104, comma 9 del Trattato) necessario per giungere alla fase sanzionatoria: a febbraio, il Consiglio ha chiesto nuovamente alla Grecia di adottare le misure necessarie a porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo e ha posticipato al 2006 il termine per il conseguimento di tale obiettivo. Quest'ultima decisione teneva conto della revisione al rialzo della stima dell'indebitamento netto del 2004 e della rilevante dimensione delle misure correttive già stabilite per l'anno in corso. In marzo la Grecia ha presentato un aggiornamento del Programma di stabilità che indica gli interventi necessari al raggiungimento dell'obiettivo.

L'Italia

La politica di bilancio. – Nel 2004 la politica di bilancio ha teso a contrastare il tendenziale deterioramento dei conti pubblici, in un contesto di perdurante, strutturale, debolezza dell'economia. È proseguito il ricorso

a misure con effetti di natura transitoria, nel tentativo di limitare l'impatto restrittivo sull'economia. Al netto degli effetti di questi interventi, l'avanzo primario è rimasto sostanzialmente stabile; la pressione fiscale al netto delle imposte in conto capitale e la spesa primaria corrente si sono mantenute pressoché immutate.

L'obiettivo di indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche per il 2004 è stato progressivamente rivisto al rialzo (tav. C2). *Nel Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF)* del luglio del 2003 esso era indicato nell'1,8 per cento del PIL, risultante da un avanzo primario del 3,1 e da una spesa per interessi del 4,9. La crescita prevista per l'economia era del 2,0 per cento. Il DPEF programava inoltre una riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto di 1,4 punti percentuali.

Tav. C2

OBIETTIVI, STIME E CONSUNTIVO DEI CONTI PUBBLICI PER L'ANNO 2004
(miliardi di euro)

Voci	Fabbisogno del settore statale (1)	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
		Indebitamento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita % del PIL reale	PIL nominale
Obiettivi							
DPEF (luglio 2003) .....	....	....	....	....	....	2,0	1.354,1
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	1,8	3,1	4,9	104,2		
<i>Nota di aggiornamento del DPEF</i> (settembre 2003)	49,5	30,3	38,7	69,0	....	1,9	1.352,5
<i>in percentuale del PIL</i>	3,7	2,2	2,9	5,1	105,0		
<i>Aggiornamento del Programma di</i> <i>stabilità</i> (novembre 2003) .....	....	....	....	....	....	1,9	1.352,0
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,2	2,9	5,1	105,0		
Stime in corso d'anno							
Rtc e aggiornamento della RPP (maggio 2004)	62,0	39,7	29,5	69,2	....	1,2	1.351,5
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	2,9	2,2	5,1	105,9		
DPEF (luglio 2004)	62,0	39,6	32,1	71,7	....	1,2	1.350,1
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	2,9	2,4	5,3	106,0		
RPP e <i>Nota di aggiornamento del</i> <i>DPEF</i> (settembre 2004)	62,0	39,6	32,1	71,7	....	1,2	1.353,9
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	2,9	2,4	5,3	....	
<i>Aggiornamento del Programma di</i> <i>stabilità</i> (novembre 2004) .....	....	....	....	....	....	1,2	1.353,0
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,9	2,4	5,3	106,0		
Consuntivo							
Notifica Istat (marzo 2005)	41,3	40,9	27,0	67,9	1.429,9	1,2	1.351,3
<i>in percentuale del PIL</i>	3,1	3,0	2,0	5,0	105,8		
Comunicato Istat (maggio 2005) .....	....	43,7	24,8	68,4	1.440,9	1,2	1.351,3
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	3,2	1,8	5,1	106,6		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari. Il dato relativo al consuntivo è tratto dalla Rtc dell'aprile del 2005.

La prima revisione del quadro programmatico avveniva con la *Nota di aggiornamento* del DPEF nel successivo mese di settembre. L'entità della manovra di bilancio per il 2004 veniva attenuata (0,8 punti percentuali del prodotto, contro 1,2 indicati in luglio) e l'obiettivo di indebitamento netto veniva innalzato al 2,2 per cento. La manovra per il 2004 includeva rilevanti interventi con effetti temporanei: si attendevano 0,4 punti percentuali del prodotto dai proventi di dismissioni immobiliari e oltre 0,5 da entrate fiscali.

Nei primi mesi del 2004 l'evoluzione dei conti pubblici segnalava rischi di sconfinamento dall'obiettivo: il fabbisogno del settore statale risultava largamente superiore a quello registrato nell'anno precedente.

In aprile la Commissione europea, sulla base di una previsione dell'indebitamento netto dell'Italia pari al 3,2 per cento del prodotto, proponeva al Consiglio della UE di rivolgere al nostro Paese un ammonimento preventivo.

All'inizio di maggio, con la Relazione trimestrale di cassa (Rtc), il Governo innalzava nuovamente la propria stima del disavanzo dell'anno, al 2,9 per cento del PIL, anche in connessione con l'ulteriore riduzione della previsione di crescita del prodotto dall'1,9 all'1,2 per cento. Rispetto agli obiettivi del luglio precedente la revisione in diminuzione dell'avanzo primario era di quasi un punto di PIL, al 2,2 per cento; la riduzione del rapporto fra il debito e il prodotto rispetto al 2003 passava da 1,4 a 0,3 punti. Nella Rtc si specificava che il conseguimento dell'obiettivo per l'indebitamento netto era condizionato al verificarsi di una serie di eventi, alcuni dei quali soggetti a rilevanti margini di incertezza. Il Governo tuttavia si impegnavano a prendere le ulteriori misure eventualmente necessarie a mantenere il disavanzo entro la soglia del 3 per cento.

L'impegno veniva confermato nella riunione del Consiglio della UE del 5 luglio; in tale occasione il Governo delineava le misure da attuare nella seconda parte dell'anno. Sulla base di questo impegno, il Consiglio decideva di non inviare l'ammonimento preventivo, pur sottolineando la necessità di sorvegliare attentamente l'andamento dei conti pubblici italiani.

Gli interventi annunciati venivano definiti a metà luglio. La correzione del saldo era ufficialmente valutata in 7,6 miliardi (0,6 punti percentuali del prodotto). La nuova manovra era composta da riduzioni di spese per 4,2 miliardi, aumenti di entrate per 1,3 e azioni di carattere amministrativo, da definire in seguito, per 2,0 miliardi.

Nella seconda metà del 2004 il peggioramento del fabbisogno rispetto al 2003 tendeva a riassorbirsi. Alla fine del mese di luglio veniva varato il DPEF per gli anni 2005-08. Il Governo confermava le stime di crescita e l'obiettivo per l'indebitamento netto indicati a maggio. Queste valutazioni

venivano mantenute invariate anche a settembre, con la presentazione della *Nota di aggiornamento* del DPEF e della *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2005.

Nel predisporre la manovra per il 2005, alla fine di novembre il Governo interveniva nuovamente sulle misure per il 2004. In particolare, stabiliva il differimento all'anno successivo dei versamenti relativi alla seconda e terza rata del condono edilizio (2,2 miliardi) e all'aumento dell'IRAP prelevata sulle banche disposto a luglio (0,4 miliardi). Alle minori entrate del 2004 si faceva fronte con l'introduzione di versamenti in acconto su alcuni tributi indiretti (1,4 miliardi) e con l'innalzamento dall'1,0 all'1,5 per cento (1,5 miliardi) del versamento sulle riscossioni nell'anno precedente, introdotto nel 2003 a carico delle banche. Erano previsti inoltre risparmi di spesa per 0,2 miliardi.

L'aggiornamento del *Programma di stabilità* di novembre confermava la stima dell'indebitamento netto per il 2004 al 2,9 per cento del PIL.

I risultati. – Sulla base dei dati di consuntivo diffusi dall'Istat il 24 maggio 2005, nel 2004 l'indebitamento netto è risultato pari al 3,2 per cento del prodotto, mantenendosi stabile rispetto all'anno precedente; la spesa per interessi è scesa di circa 0,2 punti, al 5,1 per cento; l'incidenza dell'avanzo primario sul PIL è diminuita di 0,3 punti, all'1,8 per cento (tav. C3). Quest'ultima, in discesa dal 1998, è tornata sul livello del 1992 (fig. C1).

Tav. C3

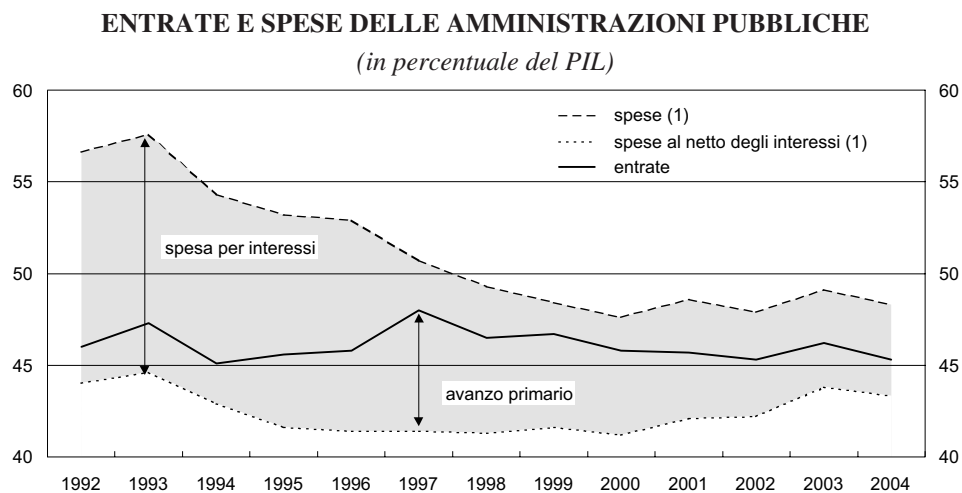
**PRINCIPALI INDICATORI DI BILANCIO
DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE IN ITALIA (1)**
(in percentuale del PIL)

Voci	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Entrate	45,1	45,6	45,8	48,0	46,5	46,7	45,8	45,7	45,3	46,0	45,2
Spese (2) (3)	54,3	53,2	52,9	50,7	49,3	48,4	47,7	48,8	48,1	49,2	48,5
di cui: <i>interessi</i>	11,4	11,5	11,5	9,4	8,0	6,7	6,5	6,5	5,8	5,3	5,1
Avanzo primario (3)	2,1	3,9	4,4	6,7	5,2	5,0	4,5	3,4	3,0	2,1	1,8
Indebitamento netto (3) ..	9,3	7,6	7,1	2,7	2,8	1,7	1,9	3,2	2,7	3,2	3,2
Fabbisogno complessivo	9,8	7,2	7,5	1,9	2,6	1,3	2,2	4,3	3,3	3,1	3,6
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari ...	10,1	7,7	7,8	3,0	3,3	3,4	3,6	4,6	3,5	4,3	4,2
Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari	9,6	7,5	7,1	3,0	3,1	2,8	3,2	3,9	3,1	3,7	4,2
Debito	124,8	124,3	123,1	120,6	116,8	115,6	111,3	110,9	108,3	106,8	106,6

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

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. – (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Fig. C1



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) In questa voce sono registrati, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico; relativamente al 2000 non sono inclusi i proventi delle licenze UMTS portati anche essi in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

I dati del conto economico delle Amministrazioni pubbliche del periodo 2000-04 sono stati oggetto di varie revisioni statistiche che hanno portato a un innalzamento dell'indebitamento netto: quest'ultimo è ora indicato pari all'1,9 per cento del PIL nel 2000, al 3,2 nel 2001, al 2,7 nel 2002, al 3,2 nel 2003 e nel 2004.

Con la Notifica del 1° marzo, l'Istat aveva indicato nel 3,0 per cento del PIL l'indebitamento netto per il 2004. Nella stessa occasione aveva effettuato alcune revisioni statistiche e riclassificazioni contabili che innalzavano l'indebitamento netto del triennio 2001-03 (tav. aC1). L'aumento dei saldi (rispettivamente al 3,0, al 2,6 e al 2,9 per cento del PIL) era connesso principalmente con l'inclusione tra i trasferimenti in conto capitale delle erogazioni in favore delle Ferrovie dello Stato, precedentemente contabilizzati tra le partite finanziarie e quindi ininfluenti ai fini del computo dell'indebitamento netto. Tale riclassificazione aveva comportato un aumento del disavanzo di 0,3 punti percentuali del PIL in ciascuno degli anni considerati. Altre revisioni avevano innalzato il saldo del 2003 di ulteriori 0,2 punti percentuali del prodotto (cfr. il riquadro: Le recenti revisioni dei conti delle Amministrazioni pubbliche italiane del triennio 2001-03, in Bollettino Economico, n. 44, 2005).

In seguito all'esame della Notifica, l'Eurostat non aveva ritenuto di poter certificare i dati forniti dall'Italia. Richiedeva chiarimenti sul trattamento contabile di specifiche operazioni. Gli approfondimenti sollecitati riguardavano: alcuni versamenti eseguiti dai concessionari della riscossione; il finanziamento degli investimenti per l'alta velocità ferroviaria da parte di Infrastrutture spa (Isipa); alcuni aspetti delle operazioni di cartolarizzazione di immobili; le transazioni con il bilancio della UE. Veniva inoltre evidenziata l'eccessiva discrepanza fra gli andamenti dei conti di cassa e di quelli elaborati in base al criterio della competenza previsto dal Sistema europeo dei conti (SEC95). Su alcuni di questi aspetti è stata richiesta la consultazione del Comitato sulle statistiche monetarie, finanziarie e sulla bilancia dei pagamenti.

Il 23 maggio l'Eurostat ha reso note le proprie decisioni: 1) i versamenti dei concessionari della riscossione non rilevano ai fini dell'indebitamento netto (erano stati precedentemente contabilizzati in riduzione di tale saldo per 2,7 miliardi nel 2003 e per 1,1 nel 2004) e vanno in aumento del debito pubblico; 2) il debito contratto da Ispa deve essere incluso nel debito pubblico (cfr. il sottoparagrafo: Il debito pubblico), senza influenzare l'indebitamento netto; 3) alcuni oneri connessi con le operazioni di cartolarizzazione di immobili devono essere inclusi nell'indebitamento netto del 2004.

Il 24 maggio l'Istat ha rivisto i conti pubblici, recependo le decisioni dell'Eurostat e rivedendo al rialzo le stime dei trasferimenti in favore delle imprese connessi con le operazioni della UE e con altri interventi. Nel complesso, rispetto alla Notifica del 1° marzo, la revisione ha comportato per il periodo 2000-04 un innalzamento dell'indebitamento netto pari in media a quasi 0,2 punti percentuali del prodotto all'anno.

La flessione dell'avanzo primario tra il 2003 e il 2004 (0,3 punti percentuali del PIL) riflette riduzioni di 0,5 punti della spesa primaria e di 0,8 delle entrate. La pressione fiscale è scesa di 0,9 punti, in connessione con il calo (intorno a 0,8 punti percentuali del prodotto) dei proventi dei condoni fiscali contabilizzati ai fini dell'indebitamento netto. L'incidenza della spesa primaria corrente sul PIL è diminuita di 0,1 punti, al 39,3 per cento, e quella delle erogazioni in conto capitale di 0,4 punti.

Nonostante l'adozione di interventi correttivi valutati ufficialmente in circa 1,4 punti del prodotto, l'avanzo primario si è collocato a consuntivo leggermente al di sotto del valore tendenziale previsto originariamente nel DPEF del luglio del 2003 (1,9 per cento del PIL). La differenza (1,5 punti) tra quest'ultimo e il tendenziale implicito nei dati di consuntivo riflette per circa due terzi la minor crescita registrata rispetto a quella allora prevista e le revisioni contabili.

Si può valutare che il peggioramento dell'avanzo primario tra il 2003 e il 2004 sia attribuibile per circa 0,2 punti percentuali del PIL all'andamento dell'economia.

Le metodologie utilizzate per correggere i dati di bilancio dagli effetti del ciclo economico sono utili per confrontare in termini omogenei i risultati di anni contigui o relativamente vicini. Esse non consentono, invece, di tenere conto dell'impatto sulla finanza pubblica di una variazione del tasso di crescita registrato, ad esempio, tra un decennio e quello successivo. Con riferimento all'economia italiana, esse concordano nel non considerare come ciclico il calo del tasso di crescita dell'economia registrato a partire dai primi anni novanta. La componente ciclica riguarderebbe solo le fluttuazioni relativamente modeste che si sono verificate rispetto a una crescita di trend o potenziale che nell'ultimo decennio sarebbe scesa in prossimità dell'1,5 per cento.

Le diverse metodologie portano a lievi divergenze nelle valutazioni relative a specifici anni. Secondo le più recenti stime della Commissione europea, basate su una metodologia concordata nell'ambito del Comitato economico e finanziario della UE e adottata anche dal

Ministero dell'Economia e delle finanze italiano, la congiuntura economica avrebbe migliorato il saldo di bilancio dello 0,9 per cento del PIL nel 2001; questo contributo si sarebbe annullato nel 2003 e sarebbe divenuto sfavorevole, per 0,6 punti percentuali, nel 2004. In base al metodo adottato in Banca d'Italia (cfr. il capitolo della sezione C: La politica di bilancio del 2000 nella Relazione sull'anno 2000) l'impatto positivo della congiuntura sarebbe di dimensioni inferiori nel 2001 (0,7 per cento del PIL), sarebbe sceso a circa 0,2 nel 2003 e si sarebbe annullato nel 2004. Questo metodo tiene conto, oltre che del livello complessivo del prodotto, anche delle modifiche nella sua composizione. Le differenze nei risultati rispetto alle stime della Commissione riflettono in parte la ricomposizione della domanda aggregata in favore della componente interna e l'andamento positivo dell'occupazione; questi fattori negli ultimi anni hanno accresciuto il gettito tributario e ridotto alcune categorie di spesa, compensando in parte l'impatto esercitato sui conti pubblici dalla crescita modesta.

Nel 2004 l'indebitamento netto è stato contenuto per oltre 1,5 punti percentuali del prodotto da misure con effetti temporanei.

Gli effetti di contenimento temporaneo dell'indebitamento netto nel 2004 sono riconducibili: alla proroga dei condoni fiscali introdotti nel 2003; al gettito dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione dei cespiti aziendali e di quella sulle plusvalenze da cessioni di aziende; al condono edilizio; alle dismissioni immobiliari.

Il ricorso a misure con effetti transitori era stato rilevante nel 1997 (circa l'1 per cento del prodotto), anno di forte abbattimento del disavanzo per garantire il rispetto dei parametri di Maastricht. L'utilizzo di questi provvedimenti era stato gradualmente ridimensionato negli anni immediatamente successivi, fino ad annullarsi sostanzialmente nel 2000; anno in cui, tuttavia, i conti pubblici beneficiarono del gettito eccezionalmente elevato dell'imposta sostitutiva sui rendimenti delle attività finanziarie, attribuibile alla componente dei guadagni in conto capitale (circa lo 0,7 per cento del prodotto) e dovuto alla crescita dei corsi azionari nel 1999. A partire dal 2001, anche in connessione con il rallentamento dell'economia, il ricorso alle misure temporanee ha assunto di nuovo dimensioni rilevanti: gli effetti di queste misure sono saliti da circa mezzo punto di PIL nel 2001 intorno a 1,5 nel 2002 e a quasi 2 punti nel 2003, mantenendosi al di sopra di 1,5 punti nel 2004.

Correggendo per gli effetti delle misure temporanee, si può stimare che l'indebitamento netto si sia collocato intorno al 2 per cento del PIL nel 2000, al 3,5 nel 2001, al 4 nel 2002, al 5 nel 2003 e poco al di sotto di quest'ultimo valore nel 2004; il corrispondente avanzo primario sarebbe sceso da circa il 4,5 per cento del prodotto nel 2000, a circa il 3 nel 2001, intorno a 1,5 punti nel 2002, per poi collocarsi al di sotto del mezzo punto percentuale del PIL nell'ultimo biennio. Tra il 2000 e il 2004, il peggioramento dell'avanzo primario corretto per gli effetti delle misure temporanee riflette per quasi 2 punti percentuali del PIL la riduzione delle entrate e per quasi 2,5 l'aumento delle spese.

Sulla dinamica delle entrate hanno influito principalmente gli sgravi fiscali concessi nel periodo 2001-04; ha contribuito anche il menzionato venir meno del livello eccezionalmente elevato del gettito dell'imposta sostitutiva incassata nel 2000. Sulla base delle stime ufficiali presentate in occasione del varo dei singoli provvedimenti, gli sgravi con-

cessi nel corso del quadriennio ammontano a circa 0,4 punti percentuali del PIL in media all'anno. Nel complesso essi hanno riguardato per oltre due terzi l'imposta personale sul reddito e per circa un sesto l'imposta sul reddito delle società e l'IRAP. In materia di imposizione indiretta le riduzioni permanenti del prelievo (intorno a un decimo di punto del PIL) hanno riguardato l'imposta sull'energia elettrica e, relativamente ad alcuni settori, l'IVA e le accise.

L'incidenza sul PIL della spesa primaria corrente, che tra il 1996 e il 2000 era rimasta sostanzialmente stabile attorno al 37,5 per cento, negli anni successivi è aumentata di 1,8 punti. L'incremento ha riguardato quasi tutte le principali voci di spesa: retribuzioni (0,4 punti percentuali del PIL), prestazioni sociali in denaro (0,5 punti), prestazioni sociali in natura, essenzialmente nel settore della sanità (0,3 punti). In termini reali la spesa primaria corrente è cresciuta, tra il 2000 e il 2004, del 2,4 per cento all'anno contro una crescita del prodotto di circa l'1 per cento, riflettendo tendenze determinate da assetti istituzionali definiti in periodi più favorevoli sotto il profilo macroeconomico e demografico. Nel periodo 1980-1993 essa era cresciuta, in termini reali, del 4,2 per cento annuo; nel periodo 1994-2000 l'aumento era stato dell'1,2 per cento. L'incidenza sul prodotto della spesa in conto capitale, che aveva subito una flessione nel corso degli anni novanta, è aumentata di 0,6 punti del PIL tra il 2000 e il 2004 (si escludono dal computo i proventi delle dismissioni che sono contabilizzati in riduzione di tale voce).

I saldi finanziari. – Nel 2004 il fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 49,3 miliardi contro 39,7 nel 2003; in rapporto al prodotto è salito dal 3,1 al 3,6 per cento (tavv. C3 e C4); sulla dinamica hanno influito le revisioni statistiche effettuate in seguito alle decisioni dell'Eurostat rese note il 23 maggio 2005 (cfr. il sottoparagrafo: *Il debito pubblico*). Le regolazioni di debiti pregressi sono risultate particolarmente modeste, pari a 0,5 miliardi contro 8,5 nel 2003. I proventi delle dismissioni mobiliari sono scesi a 7,7 miliardi, da 16,9 nel 2003.

Tav. C4

SALDI E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE
(milioni di euro)

Voci	2000	2001	2002	2003	2004
Indebitamento netto (1)	22.615	38.741	34.463	41.755	43.652
Fabbisogno complessivo	26.027	51.910	41.867	39.694	49.313
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari (2)	41.477	56.513	43.797	56.550	56.986
Debito	1.298.670	1.350.948	1.364.880	1.389.575	1.440.855
<i>Per memoria:</i>					
Regolazione debiti pregressi (2)	4.601	9.310	5.328	8.537	533
Dismissioni mobiliari (introiti -) (2)	-15.450	-4.603	-1.929	-16.855	-7.673

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.

(1) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS pari a 13.815 milioni di euro. – (2) Per le regolazioni di debiti pregressi e le dismissioni mobiliari si fa riferimento agli importi relativi alle Amministrazioni centrali.

Con riferimento al finanziamento del fabbisogno, sono aumentate le emissioni nette di titoli a medio e a lungo termine (da 23,1 miliardi nel 2003 a 41,2); sono stati effettuati rimborsi netti di titoli a breve termine per 1,0 miliardi (contro emissioni nette per 6,1 nel 2003). La vita media residua dei titoli di Stato si è ulteriormente innalzata, da 6 a 6,5 anni (cfr. il capitolo della sezione D: Il mercato dei valori mobiliari). Sono stati rimborsati prestiti bancari per 1,3 miliardi (5,3 nel 2003). Le attività del Tesoro presso la Banca d'Italia sono aumentate di 2,6 miliardi (erano state ridotte di 8,0 nel 2003). I conti correnti postali detenuti da privati sono saliti di 2,7 miliardi (3,8 nel 2003). È inoltre aumentato significativamente il saldo dei conti correnti presso la Tesoreria dello Stato detenuti da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche, principalmente dalla Cassa depositi e prestiti spa (CDP).

Il fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari e delle regolazioni di debiti pregressi è salito dal 3,7 per cento del prodotto nel 2003 al 4,2. Escludendo le sole dismissioni il fabbisogno è sceso dal 4,3 al 4,2 per cento. Si può stimare che su quest'ultimo risultato abbiano influito misure con effetti di contenimento temporaneo per oltre 2 punti percentuali del PIL (circa 2 nel 2003).

Il contenimento del fabbisogno dovuto a misure con effetti transitori ha assunto nell'ultimo triennio dimensioni rilevanti, mantenendosi sempre intorno a 2 punti percentuali del prodotto. Escludendo questa correzione, il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche nella media del triennio sarebbe dell'ordine di 6 punti percentuali del PIL. Il corrispondente saldo primario risulterebbe in disavanzo dal 2002.

I provvedimenti con effetti transitori che nel 2004 hanno interessato il fabbisogno senza incidere sull'indebitamento netto includono: la cessione alla Sace di crediti dello Stato nei confronti della Federazione russa (0,1 punti percentuali del PIL); le operazioni di cartolarizzazione di contributi dell'INPS e di crediti dello Stato a fronte di finanziamenti agevolati per la ricerca scientifica (rispettivamente, 0,2 e 0,1 punti). Inoltre gli incassi dei condoni sono stati superiori a quelli contabilizzati ai fini dell'indebitamento netto (per 0,1 punti).

Il divario tra i saldi. – Nel 2004 il divario tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni e l'indebitamento netto è stato pari all'1,0 per cento del prodotto, contro l'1,1 del 2003; correggendolo per gli effetti delle misure temporanee esso è lievemente aumentato, a circa 1,5 punti percentuali del PIL.

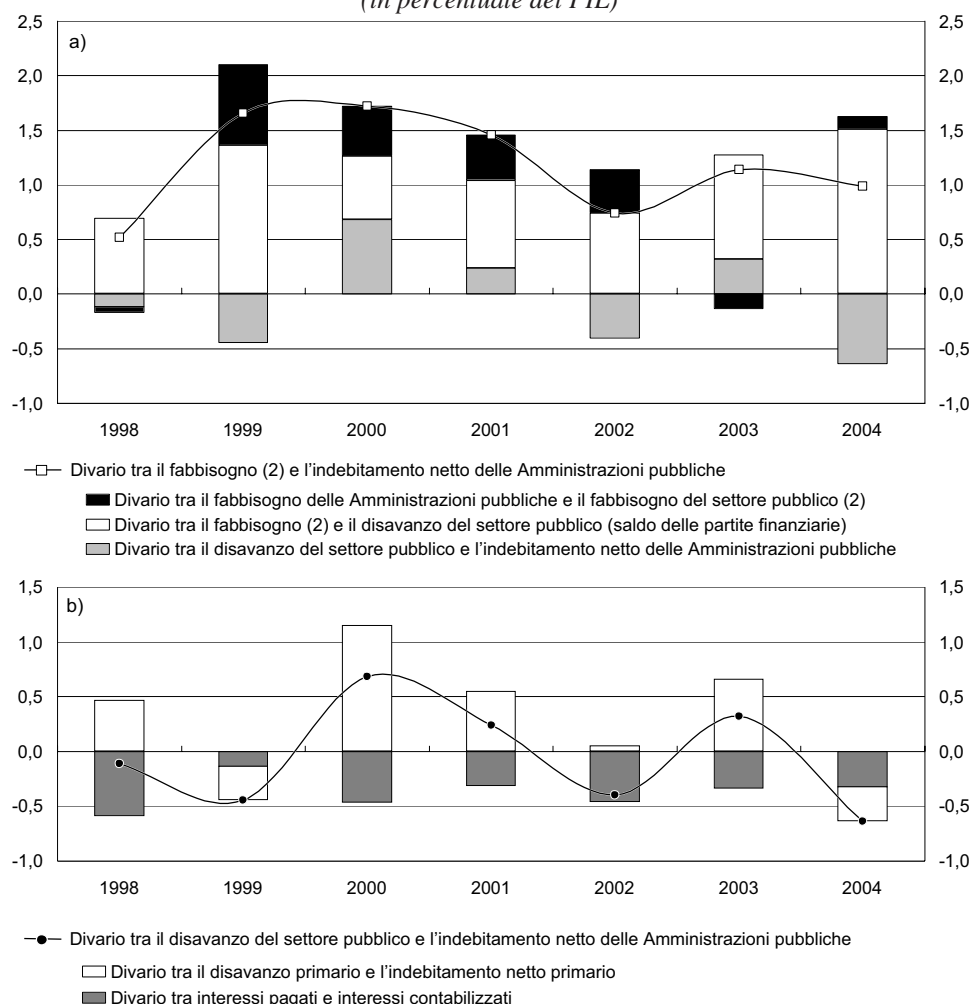
La differenza tra i due saldi si è ampliata significativamente nel 1999: è passata, in media, da 0,5 punti percentuali del PIL nel periodo 1994-98 a 1,3 nel periodo 1999-2004 (fig. C2a). Essa risulta maggiore se calcolata sui saldi primari (1,6 per cento in media tra il 1999 e il 2004).

Il divario può essere ripartito in tre componenti principali (cfr. il capitolo della sezione C: La politica di bilancio nel 2003 nella Relazione sull'anno 2003): a) il saldo delle partite

finanziarie, che incide solo sul fabbisogno; b) lo scostamento tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche calcolato dalla Banca d'Italia dal lato della copertura e quello del settore pubblico calcolato dal Ministero dell'Economia e delle finanze dal lato della formazione, riconducibile a discrepanze statistiche; c) la componente residuale, data dalla differenza fra il disavanzo del settore pubblico (il fabbisogno al netto delle partite finanziarie) e l'indebitamento netto. Quest'ultima componente riflette principalmente il diverso criterio contabile adottato nel calcolo dei due indicatori (cassa per il fabbisogno e competenza per l'indebitamento netto). Dal 1999, il divario è in larga misura attribuibile al saldo delle partite finanziarie (1,0 punti percentuali del prodotto in media, contro 0,7 nel quinquennio precedente). La seconda componente è stata pari a 0,3 punti in entrambi i periodi e si è sostanzialmente annullata nell'ultimo biennio. Il contributo della componente residuale è stato pressoché nullo in media nel periodo 1999-2004 (era stato negativo per circa 0,5 punti del PIL in quello precedente).

Fig. C2

DIVARIO TRA IL FABBISOGNO E L'INDEBITAMENTO NETTO (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: per il fabbisogno, il saldo delle partite finanziarie e il disavanzo del settore pubblico, Ministero dell'Economia e delle finanze, Rtc, vari anni; per gli anni 2003 e 2004 i dati sono stati modificati per tenere conto degli effetti delle decisioni dell'Eurostat rese note il 23 maggio 2005, relative ai versamenti effettuati dai concessionari della riscossione e ai prestiti contratti da Ispa per il finanziamento dell'alta velocità ferroviaria. Per il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, Banca d'Italia; per l'indebitamento netto, Istat.
(1) I dati relativi al fabbisogno e all'indebitamento netto del 2000 escludono i proventi della vendita delle licenze UMTS. - (2) Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari.

La componente residuale del divario, legata prevalentemente alle differenze nei criteri contabili, può essere analizzata con riferimento separatamente al saldo primario e alla spesa per interessi. Mentre il contributo del saldo primario tra il 1999 e il 2004 è risultato in media positivo, quello degli interessi ha assunto sistematicamente valori negativi (fig. C2b), riflettendo principalmente la parte relativa ai buoni postali, sui quali gli interessi maturati sono pagati al momento del rimborso. Nel periodo considerato, il divario dovuto al saldo primario è stato pari in media a 0,3 punti (0,2 nel quinquennio precedente); quello sulla spesa per interessi si è collocato intorno a -0,3 punti (-0,6 nel quinquennio precedente).

Le revisioni statistiche apportate negli ultimi anni a entrambi i saldi hanno determinato una riduzione del divario.

L'indebitamento netto negli ultimi anni ha subito progressivi aggiustamenti in aumento, che hanno assunto in taluni casi dimensioni significative. Anche il fabbisogno è stato rivisto al rialzo; le principali revisioni sono avvenute in connessione con la disponibilità di nuove informazioni sulla consistenza dei conti correnti postali e con le decisioni dell'Eurostat sul trattamento contabile delle cartolarizzazioni, dei versamenti anticipati effettuati dai concessionari d'imposta e dei debiti di Ispa per il finanziamento dell'alta velocità ferroviaria. Nel complesso le revisioni hanno determinato una riduzione della differenza tra i due aggregati. Ad esempio, il divario dell'anno 2001 risultava pari al 2,3 per cento del prodotto nel marzo del 2002, quando i dati di consuntivo di quell'anno venivano diffusi per la prima volta; risulta ora pari all'1,5 per cento del PIL, in seguito a revisioni al rialzo dell'indebitamento netto per complessivi 1,8 punti percentuali del PIL e del fabbisogno per 0,9 punti (di cui 0,5 per le nuove informazioni acquisite sui conti correnti postali e 0,2 derivanti dal trattamento delle cartolarizzazioni). Con riferimento al triennio 2001-03, si può calcolare che l'entità del divario si sia collocata in media intorno a 1,6 punti percentuali del PIL se misurata in base alle stime dei diversi saldi inizialmente diffuse e intorno a 1,1 punti in base agli ultimi dati disponibili.

Il debito pubblico. – Nel 2004 il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 51,3 miliardi (tav. C4). L'effetto accrescitivo esercitato dal fabbisogno complessivo (49,3 miliardi) e dall'aumento delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (2,6 miliardi) è stato ridotto dall'emissione di titoli sopra la pari e dall'apprezzamento dell'euro (complessivamente per 0,6 miliardi).

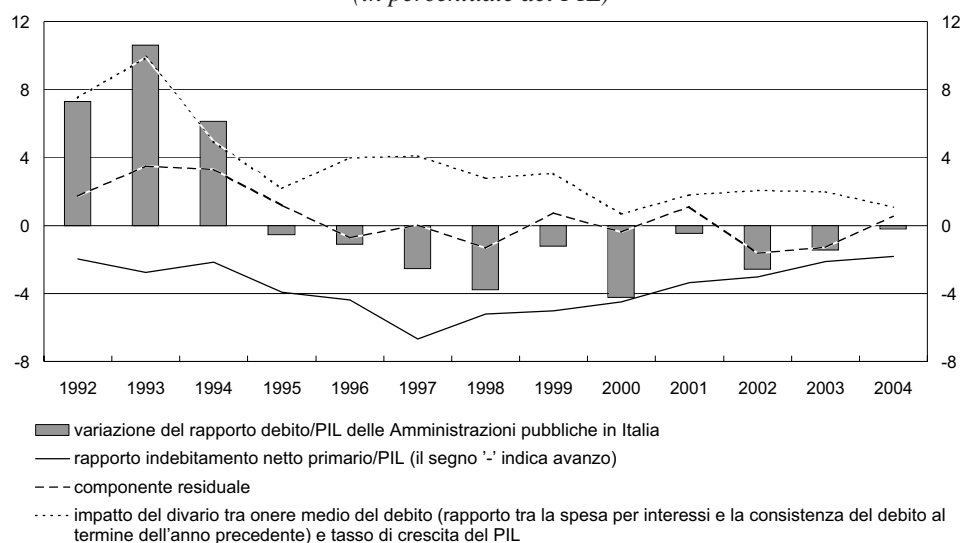
In rapporto al prodotto il debito è diminuito dal 106,8 al 106,6 per cento (tav. C3).

Rispetto ai dati diffusi in occasione della Notifica del 1° marzo 2005, il debito è stato rivisto al rialzo di 2,6, 2,8, 6,5 e 10,9 miliardi (0,2, 0,2, 0,5 e 0,8 punti percentuali del PIL), rispettivamente nel 2001, 2002, 2003 e 2004. Gli aumenti negli ultimi due anni riflettono le decisioni dell'Eurostat del 23 maggio scorso di: a) riclassificare come prestito i versamenti anticipati effettuati dai concessionari della riscossione nel 2003 e nel 2004 (rispettivamente, 2,7 e 5,2 miliardi); b) considerare come debito dello Stato i prestiti contratti nel 2004 da Ispa per il finanziamento degli investimenti relativi alla infrastruttura

ferroviaria dell'alta velocità (con un impatto di 6,4 miliardi). Inoltre, la riclassificazione del conto corrente in Tesoreria intestato alla Sace ha determinato un aumento del debito di 2,5, 2,7 e 3,7 miliardi, rispettivamente nel 2001, 2002 e 2003.

Fig. C3

**VARIAZIONE DEL RAPPORTO TRA DEBITO PUBBLICO
E PIL E SUE DETERMINANTI (1)**
(in percentuale del PIL)



(1) Per la metodologia di calcolo delle determinanti delle variazioni del rapporto tra il debito pubblico e il PIL, cfr. la nota alla figura C4 della Relazione sull'anno 2000.

La variazione del rapporto tra il debito e il prodotto (-0,2 punti percentuali) può essere scomposta in tre fattori (fig. C3): la riduzione derivante dall'avanzo primario (-1,8 punti); l'aumento attribuibile al differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto (1,0 punti), il cui contributo accrescitivo si è ridotto rispetto all'anno precedente per effetto sia del calo dell'onere medio del debito (dal 5,1 al 4,9 per cento) sia dell'accelerazione del PIL (dal 3,2 al 3,9); la componente residuale (0,6 punti), data dalla differenza tra la variazione del debito e l'indebitamento netto.

Si può stimare che nel periodo 2001-04 gli effetti delle misure di natura temporanea sulla variazione del debito siano stati dell'ordine di 3 punti percentuali del prodotto in media all'anno. Le misure includono, oltre a quelle che hanno influito sul fabbisogno netto, le dismissioni mobiliari e l'operazione straordinaria di concambio di titoli in possesso della Banca d'Italia effettuata nel 2002.

In assenza delle dismissioni mobiliari e immobiliari e dell'operazione di concambio attuata nel 2002, il rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe rimasto sostanzialmente stabile dal 2000.

L'ANDAMENTO DELLE ENTRATE E DELLE SPESE IN ITALIA

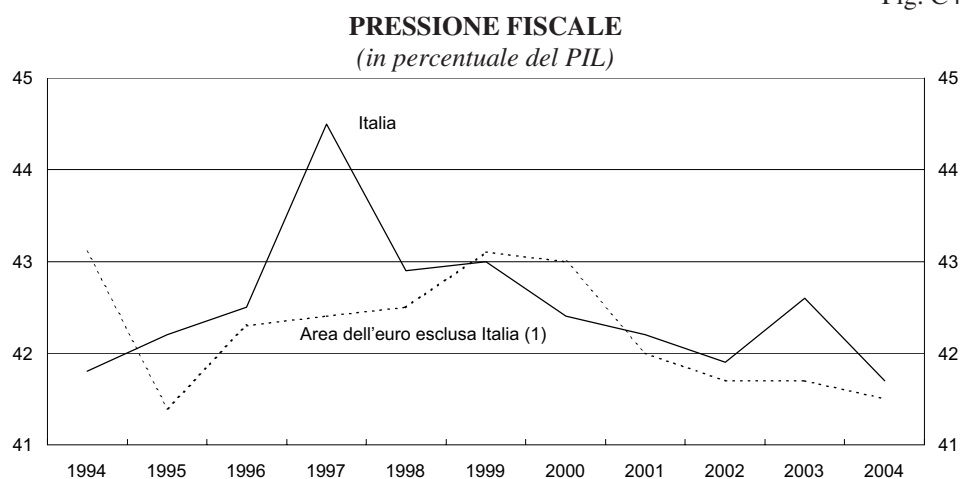
Le entrate delle Amministrazioni pubbliche

Nel 2004 le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 2,1 per cento, a 611,2 miliardi; la loro incidenza sul PIL è diminuita di 0,8 punti percentuali, al 45,2 per cento (tav. C5).

La pressione fiscale è scesa dal 42,6 al 41,7 per cento riflettendo la riduzione delle imposte in conto capitale (-0,8 punti; fig. C4). Le imposte dirette, quelle indirette e i contributi sociali sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al PIL. Escludendo gli effetti delle misure di natura temporanea, che hanno accresciuto le entrate per un ammontare valutabile in più di un punto percentuale del prodotto (oltre 1,5 punti nel 2003), la pressione fiscale è diminuita di circa mezzo punto.

Le imposte in conto capitale si sono più che dimezzate in connessione con il venire meno di gran parte delle entrate relative ai condoni fiscali introdotti con la legge finanziaria per il 2003 e prorogati con quella per il 2004.

Fig. C4



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) Media ponderata in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità fra il 1994 e il 1995.

Relativamente ai condoni fiscali, si può stimare che le entrate di competenza del 2004 siano state pari a 7,0 miliardi, contro 18,3 registrati nel 2003. Gli introiti della prima rata del condono edilizio, anch'essi inclusi tra le imposte in conto capitale, sono stati pari nel 2004 a oltre 2 miliardi.

ENTRATE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (1)
(in percentuale del PIL)

Voci	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Imposte dirette	14,9	14,7	15,3	16,0	14,4	15,0	14,6	15,0	14,2	13,7	13,6
Imposte indirette	11,8	12,1	11,8	12,4	15,3	15,1	15,0	14,5	14,7	14,4	14,4
Entrate tributarie correnti	26,7	26,8	27,1	28,5	29,7	30,1	29,6	29,5	28,9	28,1	28,1
Contributi sociali effettivi .	13,2	13,0	14,6	14,9	12,5	12,4	12,4	12,3	12,5	12,7	12,7
Contributi sociali figurativi	1,9	1,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Entrate fiscali correnti ..	41,7	41,6	42,2	43,8	42,5	42,9	42,3	42,1	41,7	41,1	41,0
Imposte in c/capitale	0,1	0,6	0,3	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	1,5	0,7
Pressione fiscale	41,8	42,2	42,5	44,5	42,9	43,0	42,4	42,2	41,9	42,6	41,7
Altre entrate correnti	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,0	3,3	3,2	3,1	3,3
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Totale entrate ...	45,1	45,6	45,8	48,0	46,5	46,7	45,8	45,7	45,3	46,0	45,2

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

Le imposte dirette sono aumentate a un tasso inferiore a quello della crescita nominale del PIL (3,4 per cento, contro 3,9). La dinamica è stata contenuta dal pieno esplicarsi degli effetti dell'introduzione del primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito e da quelli della riduzione dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle società. La crescita ha peraltro beneficiato dell'aumento degli introiti di natura transitoria relativi a due imposte sostitutive.

Le imposte indirette, invariate in rapporto al prodotto, sono cresciute del 4,2 per cento; sono risultate relativamente elevate le dinamiche dei proventi del lotto e dell'imposta sul consumo dei tabacchi.

I contributi sociali effettivi sono aumentati del 3,7 per cento, a fronte di un incremento delle retribuzioni lorde del 3,5.

I contributi sociali effettivi a carico dei datori di lavoro del settore privato sono saliti del 3,7 per cento, a fronte di una crescita delle retribuzioni del 3,4. I contributi a carico delle Amministrazioni pubbliche sono aumentati del 2,1 per cento, contro un incremento delle retribuzioni del 3,8; la differenza risente dell'inclusione nel 2003 di contributi previdenziali relativi ad anni precedenti e della sostanziale stabilità nel 2004 del contributo dello Stato alla gestione dell'INPDAP, dopo il forte incremento registrato nel 2003. I contributi versati dal complesso dei lavoratori dipendenti sono saliti del 4,4 per cento, quelli degli autonomi del 5,7, principalmente a seguito dell'adeguamento dell'aliquota contributiva dei lavoratori parasubordinati a quella in vigore per i commercianti.

I principali tributi. – La dinamica dei singoli tributi è analizzata qui di seguito con riferimento alle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio

dello Stato (tav. aC5; cfr. il capitolo della sezione C: *L'andamento delle entrate e delle spese in Italia* nella Relazione sull'anno 2003).

Le *imposte dirette* erariali sono cresciute del 2,5 per cento (di 4,4 miliardi), sostanzialmente in linea con quanto risulta dai corrispondenti dati sugli accertamenti (2,6 per cento, 4,6 miliardi). Escludendo le somme contabilizzate nel bilancio di cassa relative ai condoni (7,8 e 7,5 miliardi rispettivamente nel 2003 e nel 2004), le imposte dirette sono aumentate del 2,8 per cento. Alla diminuzione degli incassi delle imposte autoliquidate (Irpef e Ires) e di quella sostitutiva relativa agli interessi sui depositi bancari ha corrisposto l'aumento del gettito dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione dei cespiti aziendali e di quella sulle plusvalenze da cessioni d'azienda.

Nella costruzione del conto economico delle Amministrazioni pubbliche gli introiti dei condoni relativi alle imposte dirette e indirette sono inclusi tra le imposte in conto capitale. Per il 2003 e il 2004 essi sono stati calcolati sommando alle entrate riscosse nell'anno quelle che si prevede di incassare nei periodi successivi per effetto della rateizzazione e, relativamente al 2004, sottraendo dalle somme contabilizzate in bilancio quelle di pertinenza dell'anno precedente.

Gli introiti dell'Irpef sono cresciuti del 2,8 per cento (3,4 miliardi). Le ritenute sui redditi da lavoro dipendente e da pensione sono aumentate del 4,6 per cento (4,3 miliardi). Tenendo conto della progressività dell'imposta, questa dinamica risulta in linea con quelle della massa retributiva (3,5 per cento) e delle pensioni (4,0 per cento). Gli incassi relativi alla parte autoliquidata dell'imposta sono diminuiti del 5,9 per cento (-1,3 miliardi), in connessione con una flessione sia del versamento a saldo (-0,3 miliardi) sia di quello in acconto (-0,9 miliardi); sulla dinamica ha influito il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito entrato in vigore dal periodo d'imposta 2003 (cfr. il riquadro: *Il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito*, in *Bollettino Economico*, n. 40, 2003).

Gli incassi dell'Ires si sono ridotti del 3,3 per cento (-1,0 miliardi) rispetto a quelli dell'Irpeg del 2003, per effetto della diminuzione dei versamenti a titolo di acconto. Nel 2004 essi sono stati influenzati negativamente dalle riduzioni dell'aliquota d'imposta dal 36 al 34 e dal 34 al 33 per cento entrate in vigore, rispettivamente, per i periodi d'imposta 2003 e 2004.

La riduzione dal 34 al 33 per cento è stata disposta dal decreto legislativo che ha riformato l'imposta sul reddito delle società e ha abolito la DIT (cfr. nell'Appendice alla Relazione sull'anno 2003 il paragrafo della sezione Principali provvedimenti: Imposte dirette). Le imprese per le quali la riforma ha comportato una riduzione del prelievo possono avere usufruito degli sgravi già nel 2004 al momento del versamento degli acconti.

Gli introiti delle imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze sono rimasti pressoché stabili sui livelli del 2003. La riduzione della com-

ponente relativa agli interessi sui depositi bancari (-0,7 miliardi) è stata compensata dall'aumento degli incassi dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze da cessioni d'azienda (passati da 2,3 a 3,0 miliardi nel 2004). Il gettito di quest'ultimo tributo, abolito a partire dal periodo d'imposta 2004, scomparirà nel 2005.

Le altre imposte dirette sono cresciute di 2,2 miliardi. Sulla dinamica hanno influito l'aumento del gettito dell'imposta sostitutiva sulla rivalutazione dei cespiti aziendali (passato da 1,4 miliardi del 2003 a 3,7 nel 2004) e gli introiti del versamento straordinario a titolo di acconto introdotto lo scorso luglio relativamente all'imposta sulle riserve matematiche dei rami vita a carico delle imprese assicurative (0,8 miliardi).

Le *imposte indirette* erariali sono aumentate del 7,4 per cento (11,8 miliardi), sostanzialmente in linea con quanto risulta dai corrispondenti dati sugli accertamenti (6,0 per cento, 10,3 miliardi). Escludendo le somme direttamente imputabili ai condoni (3,1 e 1,3 miliardi rispettivamente nel 2003 e nel 2004) le imposte indirette sono cresciute dell'8,7 per cento. Sulla dinamica hanno influito gli incrementi degli introiti dell'IVA (4,4 miliardi), delle altre tasse e imposte sugli affari (2,0 miliardi), dell'imposta sul consumo dei tabacchi (0,7 miliardi) e del lotto e delle lotterie (7,8 miliardi). Sono invece diminuite le entrate relative alle imposte di fabbricazione sugli oli minerali (-0,9 miliardi) e a quelle sugli altri prodotti energetici (-0,4 miliardi).

Gli incassi dell'IVA sono saliti del 4,6 per cento; essi hanno risentito della crescita elevata dei consumi di beni durevoli (cfr. il capitolo della sezione B: La domanda). La dinamica delle altre tasse e imposte sugli affari è stata sostenuta dagli effetti di alcuni provvedimenti disposti nel corso dell'anno: gli inasprimenti di natura permanente dell'imposta di bollo e di quella di registro connesse con le compravendite di immobili diversi dall'abitazione principale; l'introduzione di due nuovi acconti relativi all'imposta di bollo e a quella sui premi assicurativi; l'aumento della misura del versamento effettuato dalle banche concessionarie della riscossione dall'1,0 all'1,5 per cento delle somme introitate nell'anno precedente e recuperabile nell'anno successivo, che ha determinato un incremento di gettito da 2,7 miliardi del 2003 a 5,2 nel 2004 (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione Principali provvedimenti: Imposte indirette). Nell'ambito della contabilità nazionale, gli introiti relativi ai due nuovi acconti e al versamento delle banche concessionarie non sono stati considerati ai fini del computo dell'indebitamento netto.

La flessione degli incassi dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (-4,2 per cento) è connessa con il versamento nel dicembre del 2003 di un acconto sull'imposta dovuta nel 2004 per i prodotti immessi in consumo nella seconda quindicina di quel mese. Tra le altre imposte di fabbricazione è calato il gettito di quella relativa al gas metano (-0,4 miliardi).

Le entrate relative all'imposta sul consumo dei tabacchi sono cresciute del 9,4 per cento, in connessione con l'aumento dei prezzi e con l'incremento dal 58 al 58,5 per cento dell'aliquota base relativa alle sigarette (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione Principali provvedimenti: Imposte indirette).

Gli incassi relativi alla voce lotto e lotterie sono più che raddoppiati rispetto al 2003, passando da 6,8 a 14,7 miliardi. L'aumento risente dell'istituzione di un nuovo prelievo sui videogiochi che ha prodotto un gettito pari a 0,4 miliardi e, soprattutto, dell'incremento dei proventi del lotto. Su questo ultimo ha influito la contabilizzazione di entrate relative ad anni precedenti; nei dati sugli accertamenti l'aumento è risultato più contenuto (da 6,9 a 11,7 miliardi, a fronte di un incremento da 5,9 a 12,7 miliardi risultante dai dati di cassa). Escludendo gli introiti del lotto e delle lotterie la crescita delle imposte indirette risulta del 2,6 per cento (anziché del 7,4 sopra indicato).

Le spese delle Amministrazioni pubbliche

Le spese delle Amministrazioni pubbliche sono state pari a 654,9 miliardi, in aumento del 2,3 per cento rispetto al 2003; in rapporto al prodotto sono scese di 0,8 punti al 48,5 per cento (tav. C6). Escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari, contabilizzati in riduzione degli investimenti, l'incidenza sul PIL delle erogazioni è diminuita di 0,6 punti, al 48,8 per cento; in rapporto al prodotto la spesa primaria si è ridotta di 0,4 punti, al 43,7: le erogazioni in conto capitale sono scese di 0,3 punti percentuali al 4,4 per cento del PIL, quelle correnti di 0,1 punti al 39,3 (fig. C5).

Tav. C6

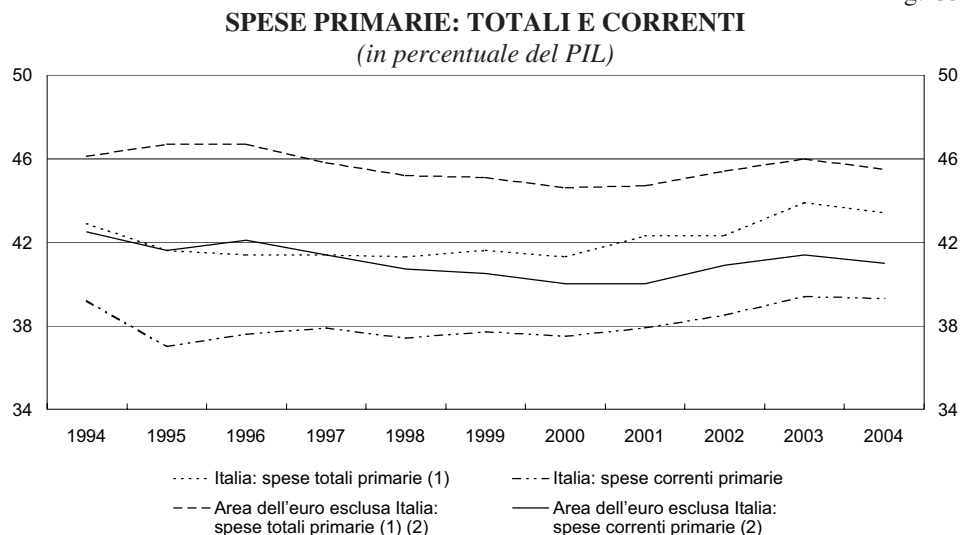
SPESE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (1) *(in percentuale del PIL)*

Voci	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Redditi da lavoro dipendente	11,9	11,2	11,5	11,6	10,7	10,6	10,6	10,8	10,8	11,1	11,0
Consumi intermedi	5,2	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,0	5,1	4,9
Prestazioni sociali in natura acquisite sul mercato.....	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7
Prestazioni sociali in denaro	17,3	16,7	16,9	17,3	17,0	17,1	16,8	16,6	17,0	17,3	17,3
Interessi.....	11,4	11,5	11,5	9,4	8,0	6,7	6,5	6,5	5,8	5,3	5,1
Altre spese correnti	2,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,8	2,8	2,9	3,0	3,3	3,4
Totale spese correnti	50,6	48,5	49,1	47,2	45,4	44,4	43,9	44,5	44,2	44,7	44,3
Investimenti fissi lordi (2).....	2,3	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,5	1,9	2,6	2,6
Altre spese in conto capitale (3)....	1,5	2,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,4	1,9	2,0	1,9	1,5
Totale spese in conto capitale (2) (3)	3,7	4,6	3,8	3,5	3,9	4,0	3,8	4,4	3,9	4,5	4,1
Totale spese (2) (3) ...	54,3	53,2	52,9	50,7	49,3	48,4	47,7	48,8	48,1	49,2	48,5
di cui: <i>spese al netto degli interessi (2) (3).....</i>	<i>42,9</i>	<i>41,6</i>	<i>41,4</i>	<i>41,4</i>	<i>41,3</i>	<i>41,6</i>	<i>41,3</i>	<i>42,3</i>	<i>42,3</i>	<i>43,9</i>	<i>43,4</i>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. – (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS (1,2 punti percentuali del PIL); nella contabilità nazionale tali proventi sono portati in riduzione della voce "altre spese in conto capitale".

Fig. C5



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.

(1) In questa voce sono registrati, con segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico; non sono inclusi i proventi delle licenze UMTS portati anche essi in riduzione delle spese nella contabilità nazionale. – (2) Media ponderata in base al PIL. In seguito al passaggio al SEC95, le serie presentano una discontinuità fra il 1994 e il 1995.

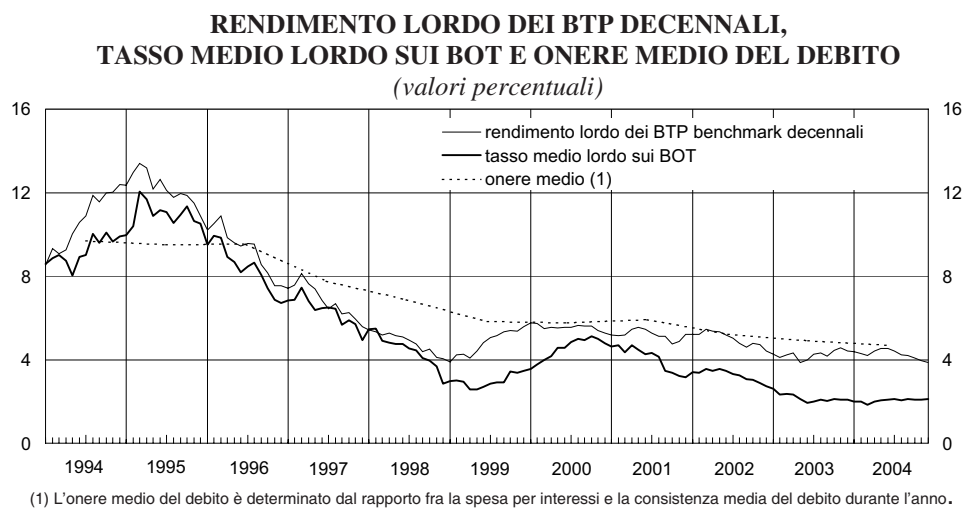
Gli interessi passivi. – Nel 2004 la spesa per interessi è diminuita al 5,1 dal 5,3 per cento del prodotto del 2003; la riduzione era stata di 0,4 e 0,8 punti rispettivamente nel 2003 e nel 2002. L'onere medio del debito, calcolato come rapporto tra la spesa per interessi e la consistenza media delle passività durante l'anno, è sceso al 4,7 per cento a fronte del 4,9 nel 2003 e del 5,2 nel 2002 (fig. C6); nel 2004 la flessione riflette soprattutto l'estinzione di titoli con cedole relativamente elevate emessi nella prima parte degli anni novanta.

Nel 2004 sono venuti a scadenza BTP decennali per un valore nominale di 20,9 miliardi, le cui cedole erano pari all'8,5 per cento. Nel 2002 e nel 2003 l'ammontare dei titoli di tale tipologia giunto a scadenza era pari a 41,1 miliardi; le relative cedole erano comprese tra l'8,5 e il 12 per cento.

Nella prima metà del 2004 il rendimento dei BTP decennali è rimasto in media pari a quello del dicembre del 2003 (4,4 per cento); dall'estate si è ridotto progressivamente fino al 3,8 per cento registrato a fine anno. Dopo la forte discesa dalla fine del 2000 al giugno del 2003, il tasso medio lordo delle tre scadenze dei BOT è rimasto sostanzialmente stabile al 2,1 per cento.

La quota di titoli a breve termine sul totale dei titoli è scesa dal 10,2 per cento a fine 2003 al 9,8 a fine 2004. Anche l'incidenza dei titoli a tasso variabile si è ridotta (dal 16,7 per cento del 2003 al 16,2). Assumendo che la struttura per scadenze del debito pubblico rimanga invariata, si può stimare che un aumento pari a un punto percentuale dei tassi all'emissione all'inizio dell'anno comporterebbe un incremento della spesa per interessi dell'ordine di 0,2 punti percentuali del prodotto nel primo anno, di ulteriori 0,3 punti nel secondo anno e di 0,1 nel terzo.

Fig. C6



Le prestazioni sociali in denaro. – L'incidenza sul prodotto delle prestazioni sociali in denaro è rimasta stabile al 17,3 per cento. Tali erogazioni sono cresciute del 4,3 per cento (4,9 nel 2003). Le spese per pensioni e rendite, pari al 15,6 per cento del PIL, sono salite del 4,0 per cento (4,5 nel 2003). Le altre prestazioni previdenziali e assistenziali sono aumentate del 7,6 per cento (8,5 nel 2003).

L'adeguamento automatico delle pensioni alla dinamica dei prezzi è stato pari al 2,5 per cento (2,2 nel 2003). L'espansione della spesa è stata contenuta dall'inasprimento dei requisiti per l'accesso al pensionamento di anzianità divenuti efficaci nel 2004. Questo fattore, per l'operare del meccanismo delle finestre per l'accesso ai trattamenti pensionistici, ha contenuto la spesa nella seconda parte dell'anno. Per il complesso dei lavoratori dipendenti il requisito di anzianità contributiva per il pensionamento di anzianità è cresciuto di un anno (da 37 a 38); per i dipendenti pubblici il requisito di età per il pensionamento in presenza di un'anzianità contributiva di 35 anni ha raggiunto quello previsto per i dipendenti privati (57 anni).

Dopo la sostenuta dinamica evidenziata nel 2002 e 2003 (rispettivamente, 21,0 e 7,7 per cento) in connessione con lo smaltimento di pratiche arretrate, nel 2004 la crescita della componente assistenziale della spesa per pensioni è stata modesta (1,8 per cento). Il rallentamento risente dell'andamento della spesa per le pensioni agli invalidi civili e di guerra.

Le spese per le indennità di disoccupazione e per gli assegni di integrazione salariale sono salite del 10,3 per cento (7,8 nel 2003); la loro incidenza sul prodotto è rimasta stabile allo 0,4 per cento. La componente più dinamica è stata quella relativa agli assegni di integrazione salariale, la cui crescita è stata pari al 20,1 per cento (16,6 nel 2003). Tale andamento riflette l'aumento delle ore autorizzate di CIG.

L'incremento della spesa per assegni familiari è stato pari allo 0,5 per cento (4,2 nel 2003); le erogazioni per le indennità di fine rapporto dei dipendenti pubblici sono salite del 13,8 per cento (5,4 nel 2003), quelle per le indennità di malattia, infortuni e maternità del 5,6 per cento (18,4 nel 2003). Nel complesso l'incidenza sul prodotto di queste voci di spesa è rimasta stabile all'1,1 per cento.

I redditi da lavoro dipendente. – L'incidenza sul PIL della spesa per i redditi da lavoro dipendente è stata pari all'11,0 per cento (11,1 nel 2003); le erogazioni sono aumentate del 3,0 per cento (5,5 nel 2003). Sull'andamento della spesa ha influito il rinnovo di alcuni contratti. In base a dati provvisori, per la prima volta dal 1999 il numero dei dipendenti si sarebbe ridotto, sia pur lievemente, attestandosi a circa 3,5 milioni.

Nel corso del 2004 sono stati sottoscritti cinque contratti di lavoro relativi al biennio 2002-03. I principali accordi, riguardanti complessivamente circa un terzo dei dipendenti pubblici, sono stati quelli per il personale non direttivo degli enti territoriali (580.000 unità) e della sanità (570.000 unità). Il contratto collettivo nazionale del personale delle Regioni e degli Enti locali prevede un aumento medio di circa 94,5 euro mensili; di questi, 10,5 sono demandati alla contrattazione decentrata. Il contratto per il personale del Servizio sanitario nazionale prevede un aumento medio di circa 109 euro mensili. In entrambi i casi, gli aumenti sono pari a circa il 5,7 per cento della retribuzione di riferimento, in linea con le risorse stanziare nelle leggi finanziarie per il 2003 e per il 2004. Gli altri accordi hanno riguardato i dipendenti della Presidenza del Consiglio dei ministri, quelli delle agenzie fiscali e il personale delle amministrazioni autonome (complessivamente 94.000 dipendenti). Nel maggio del 2005 si è raggiunto un accordo sul contratto per il biennio 2002-03 dei 115.000 medici del Servizio sanitario nazionale. Con riferimento al medesimo periodo, restano da concludere contratti per circa 50.000 addetti. Non sono ancora stati sottoscritti contratti relativi al biennio 2004-05; per quanto riguarda le Forze dell'ordine e di Polizia (che non rientrano nel personale contrattualizzato), nel dicembre del 2004 è stato invece raggiunto un accordo, che ha trovato applicazione a partire dal gennaio del 2005.

L'attuale quadro di regole che disciplina la contrattazione nel pubblico impiego è in vigore dal 1993. Nel decennio 1994-2003 le retribuzioni lorde per unità di lavoro delle Amministrazioni pubbliche, calcolate escludendo i militari di leva, sono salite del 43,6 per cento, a fronte di un aumento di circa il 38 per cento nel settore privato. Nello stesso periodo, l'indice dei prezzi al consumo è aumentato del 33,6 per cento. Mentre nel primo quinquennio la dinamica retributiva del settore pubblico è risultata lievemente inferiore a quella del settore privato, nel secondo quinquennio il divario è stato di segno opposto e di maggiore entità. Anche nel 2004 la dinamica retributiva nel settore pubblico è risultata più sostenuta.

Altre voci della spesa corrente. – Nel complesso, le altre spese correnti sono aumentate del 2,9 per cento (7,3 nel 2003); la loro incidenza sul prodotto è scesa di 0,1 punti, all'11,0. Il calo riflette quello dei consumi intermedi, scesi dal 5,1 al 4,9 per cento del PIL, principalmente in connes-

sione con la riclassificazione della Cassa depositi e prestiti al di fuori del settore delle Amministrazioni pubbliche.

La flessione dei consumi intermedi è stata particolarmente rilevante per le Amministrazioni centrali; tale voce è scesa dall'1,5 all'1,2 per cento del PIL. La dinamica di tali erogazioni (-6,4, 14,8 e -13,5 per cento, rispettivamente nel 2002, nel 2003 e nel 2004) riflette anche le misure correttive più volte introdotte negli ultimi anni e, nel 2004, la riclassificazione avvenuta nel dicembre del 2003 della Cassa depositi e prestiti. In particolare, sul calo dei consumi intermedi del 2002 hanno influito gli effetti delle restrizioni attuate nell'ultima parte di quell'anno; anche per effetto degli slittamenti indotti da tali misure, la crescita registrata nell'anno successivo è stata particolarmente elevata. L'andamento delle erogazioni nel 2004 ha risentito anche dei provvedimenti introdotti in luglio (cfr. il paragrafo: La politica di bilancio in Italia, in Bollettino Economico, n. 43, 2004). Se si escludono le spese per consumi intermedi della Cassa (0,2 punti percentuali del PIL nel 2003), la dinamica di tale voce del conto delle Amministrazioni centrali è stata pari a 15,6 e -3,6 per cento rispettivamente nel 2003 e nel 2004.

I consumi intermedi delle Amministrazioni locali sono aumentati del 5,4 per cento (3,0 nel 2003); nell'ultimo triennio la loro incidenza sul prodotto è rimasta sostanzialmente stabile intorno al 3,5 per cento.

Le prestazioni sociali in natura acquistate direttamente sul mercato, riferibili per la quasi totalità alla spesa sanitaria, sono cresciute del 7,1 per cento (2,5 nel 2003); in rapporto al prodotto sono salite di 0,1 punti, al 2,7 per cento. La dinamica risente principalmente dell'aumento della spesa farmaceutica (8,0 per cento), che ha fatto seguito alla significativa riduzione nel 2003 (-5,3 per cento; cfr. il paragrafo: *Le Amministrazioni locali*).

Le spese in conto capitale. – Escludendo i proventi derivanti dalle dismissioni immobiliari, contabilizzati in riduzione degli investimenti, le spese in conto capitale sono diminuite dell'1,9 per cento; in rapporto al prodotto si sono ridotte di 0,3 punti, al 4,4 per cento. Le dismissioni immobiliari, effettuate oltre che con procedura ordinaria con operazioni di cartolarizzazione o con la costituzione di fondi immobiliari, sono passate da 2,8 miliardi nel 2003 a 4,5 nel 2004. Al netto delle dismissioni gli investimenti sono cresciuti del 6,6 per cento; la loro incidenza sul PIL è salita di 0,1 punti al 2,9 per cento.

I contributi agli investimenti, dopo la modesta crescita del 2003 (0,1 per cento), sono diminuiti del 7,4 per cento; in rapporto al prodotto si sono ridotti di 0,2 punti percentuali, all'1,3 per cento. Sulla flessione ha influito la riduzione degli incentivi in favore delle imprese e delle aree svantaggiate.

In seguito alla riclassificazione tra i trasferimenti in conto capitale dei conferimenti in favore delle Ferrovie dello Stato, le altre spese in conto capitale negli anni 2001-03 sono state riviste al rialzo in media di 0,3 punti percentuali del PIL (cfr. il riquadro: *Le recenti revisioni dei conti delle Am-*

ministrazioni pubbliche italiane del triennio 2001-03, in Bollettino Economico, n. 44, 2005). La riduzione di queste spese dallo 0,4 per cento del PIL nel 2003 allo 0,2 nel 2004 risente per 0,1 punti del calo dei trasferimenti alle Ferrovie.

Nel complesso, i trasferimenti correnti e in conto capitale alle imprese private e pubbliche (queste ultime includono le Ferrovie dello Stato, le Poste e l'Anas) sono passati dal 2,9 al 2,6 per cento del PIL; quasi la metà dei trasferimenti sono stati erogati dalle Amministrazioni locali. Nel 2004 la riduzione riflette principalmente il calo dei trasferimenti in conto capitale alle imprese erogati dalle Amministrazioni centrali.

Le Amministrazioni locali

Nel 2004 l'indebitamento netto delle Amministrazioni locali è salito dallo 0,3 allo 0,9 per cento del PIL, principalmente per effetto dell'incremento dell'incidenza delle spese dal 15,0 al 15,5 per cento (tav. aC3).

Le entrate totali sono cresciute del 3,4 per cento, a 197,4 miliardi; la loro incidenza sul prodotto è passata dal 14,7 al 14,6 per cento, in seguito al contenimento della dinamica della componente tributaria. La quota relativa ai trasferimenti è passata dal 6,0 al 6,1 per cento del PIL.

Le entrate correnti, salite del 6,4 per cento (10,9 miliardi), hanno beneficiato principalmente dell'incremento dei trasferimenti (11,1 per cento, 6,9 miliardi) e delle altre entrate correnti (12,7 per cento, 2,1 miliardi). La crescita delle entrate tributarie è stata modesta: le imposte dirette sono aumentate del 3,5 per cento (0,9 miliardi), quelle indirette dello 0,8 (0,5 miliardi).

Fra le imposte dirette è cresciuto il gettito delle addizionali regionali all'imposta sul reddito (da 6,2 a 6,7 miliardi), mentre quello delle addizionali comunali è rimasto sostanzialmente stabile (intorno a 1,6 miliardi; tav. C7).

L'incremento delle imposte indirette degli enti territoriali è riconducibile all'aumento delle entrate delle Province (da 3,7 a 3,9 miliardi) e soprattutto dei Comuni (da 14,1 a 15,0 miliardi). Il gettito delle imposte indirette delle Regioni si è invece ridotto (da 42,2 a 41,7 miliardi); vi hanno influito sia l'ulteriore flessione della quota regionale dell'accisa sulla benzina (da 2,9 a 2,7 miliardi), sia la riduzione dell'IRAP (da 32,8 a 32,3 miliardi), in parte connessa con il pieno esplicarsi degli effetti degli sgravi previsti dalla legge finanziaria per il 2003. Sul futuro di quest'ultima imposta, che per la parte prelevata sul settore privato (circa i tre quarti del totale) fornisce quasi un quinto delle risorse necessarie a finanziare la spesa regionale, influirà il giudizio della Corte di giustizia europea, atteso nei prossimi mesi, circa la sua incompatibilità con il diritto comunitario. Secondo l'Avvocato generale della Corte, l'IRAP avrebbe caratteristiche analoghe a quelle dell'IVA e sarebbe pertanto incompatibile con la norma comunitaria che vieta l'introduzione di altre imposte sulla cifra d'affari. Peraltro, la legge delega sulla riforma del sistema fiscale, approvata dal Parlamento nel 2003, prevedeva la graduale eliminazione dell'IRAP.

ENTRATE CORRENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI (1)
(milioni di euro)

Voci	2002	2003	2004
Imposte dirette	24.102	26.133	27.042
Regioni (2)	21.603	23.119	23.891
di cui: <i>addizionale Irpef</i>	4.975	6.166	6.741
<i>tasse automobilistiche (famiglie)</i>	3.374	3.347	....
Comuni	2.499	3.014	3.151
di cui: <i>addizionale Irpef</i>	1.096	1.571	1.615
<i>ICI (aree edificabili)</i>	1.044	1.076	....
Imposte indirette	57.371	60.084	60.486
Regioni (2)	40.403	42.192	41.651
di cui: <i>IRAP</i>	31.393	32.764	32.343
<i>quota regionale accisa su benzina</i>	2.885	2.911	2.727
<i>tasse automobilistiche (imprese)</i>	709	656	....
<i>addizionale imposta gas metano</i>	357	374	....
<i>tributo speciale per deposito in discarica dei rifiuti</i>	248	222	....
Province	3.552	3.746	3.882
di cui: <i>imposta sull'assicurazione RC auto</i>	1.827	2.155	....
<i>imposta di trascrizione</i>	1.066	1.257	....
Comuni	13.416	14.146	14.953
di cui: <i>ICI (al netto aree edificabili)</i>	9.581	9.873	....
<i>imposta sulla pubblicità e diritti affissioni pubbliche</i> ...	347	365	....
Trasferimenti da enti pubblici (consolidati)	54.205	53.194	60.437
Regioni	42.921	41.594	47.668
di cui: <i>compartecipazione all'IVA</i>	28.370	30.328	34.492
Province	2.718	2.698	2.752
di cui: <i>compartecipazione all'Irpef (3)</i>	-	330	....
Comuni	16.024	16.368	17.292
di cui: <i>compartecipazione all'Irpef (3)</i>	4.349	6.179	....
Altre entrate correnti	15.201	16.844	19.175
Regioni	3.074	3.996	4.971
Province	1.382	1.765	1.902
Comuni	10.745	11.083	12.302
Totale entrate correnti ...	150.879	156.255	167.140

Fonti: Istat, Ministero dell'Economia e delle finanze, *Rendiconto generale dell'amministrazione dello Stato* e Tesorerie provinciali dello Stato. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Gli altri tributi regionali non specificati nella tavola includono: le tasse sulle concessioni regionali e le imposte sulle concessioni statali (nella voce "imposte indirette"), la tassa per il diritto allo studio universitario e quella per l'abilitazione professionale (fra le "altre entrate correnti"). Gli altri tributi provinciali includono: il tributo per la tutela ambientale e l'addizionale sul consumo di energia elettrica (nella voce "imposte indirette"), la tassa per l'occupazione di spazi e aree pubbliche (fra le "altre entrate correnti"). Gli altri tributi comunali includono: l'addizionale sul consumo di energia elettrica (nella voce "imposte indirette"), la tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi e la tassa per l'occupazione degli spazi e aree pubbliche (fra le "altre entrate correnti"). - (2) Una componente quantitativamente rilevante di tale voce è rappresentata dalle imposte erariali di pertinenza delle Regioni a statuto speciale. - (3) La Relazione trimestrale di cassa dell'aprile del 2005 indica in 6,2 miliardi l'ammontare complessivo della compartecipazione provinciale e comunale all'Irpef.

Con riferimento ai trasferimenti, che comprendono le compartecipazioni al gettito di alcuni tributi erariali, si registra un aumento delle assegnazioni regionali relative all'IVA (da 30,3 a 34,5 miliardi) a fronte di una riduzione del gettito della compartecipazione provinciale e comunale all'imposta sul reddito (da 6,5 a 6,2 miliardi).

La facoltà di variare le aliquote delle addizionali all'imposta sul reddito e dell'IRAP è stata oggetto di vincoli normativi negli ultimi anni.

La legge finanziaria per il 2003 ha sospeso gli effetti dei provvedimenti regionali successivi al 29 settembre 2002 con cui sono state innalzate le aliquote delle addizionali all'imposta sul reddito e quelle dell'IRAP; la sospensione ha riguardato anche le delibere comunali, adottate nello stesso periodo, che hanno istituito l'addizionale all'imposta sul reddito o ne hanno incrementato l'aliquota. La legge finanziaria per il 2005 ha ripristinato l'efficacia delle maggiorazioni di aliquota dell'IRAP e dell'addizionale regionale all'imposta sul reddito, limitatamente alle esigenze di copertura dei disavanzi sanitari; lo stesso provvedimento ha consentito incrementi delle aliquote dell'addizionale comunale all'imposta sul reddito, entro la misura complessiva dello 0,1 per cento, ai soli enti che non si sono avvalsi in precedenza di tale facoltà.

In base a un esercizio condotto sui dati del 2003, si può stimare che l'applicazione delle aliquote massime previste per l'IRAP e per l'addizionale all'imposta sul reddito produrrebbe un gettito aggiuntivo pari a circa il 10 per cento delle entrate tributarie regionali; l'applicazione da parte di tutti i Comuni dell'aliquota massima prevista per l'addizionale all'imposta sul reddito (0,5 per cento) renderebbe disponibili maggiori risorse per un ammontare pari a circa il 5 per cento delle entrate tributarie comunali.

Le entrate in conto capitale sono diminuite del 20,9 per cento (-4,5 miliardi) principalmente in seguito alla flessione dei trasferimenti da altri enti del settore delle Amministrazioni pubbliche (-3,3 miliardi). Il calo delle imposte in conto capitale (-0,9 miliardi) è ascrivibile al venir meno di parte degli introiti per condoni fiscali.

Le spese delle Amministrazioni locali sono aumentate del 7,8 per cento, a 210,0 miliardi; la loro incidenza sul totale delle uscite delle Amministrazioni pubbliche è salita al 32,1 per cento, il valore più elevato dall'inizio degli anni ottanta.

Le spese correnti, cresciute del 7,4 per cento (11,8 miliardi), sono state sostenute dalla dinamica della spesa per il personale (10,0 per cento, 5,8 miliardi) connessa con la definizione dei contratti per il biennio 2002-03 nel comparto degli enti territoriali e in quello sanitario (cfr. il paragrafo: *Le spese delle Amministrazioni pubbliche*). I consumi intermedi sono aumentati del 5,4 per cento (2,5 miliardi), le prestazioni sociali in natura del 7,1 (2,4 miliardi).

La spesa sanitaria riportata nel conto della protezione sociale è cresciuta nel 2004 del 9,0 per cento, contro il 2,7 del 2003. L'incidenza sul prodotto è aumentata dal 5,8 al 6,1 per cento. La spesa farmaceutica è salita dell'8,0 per cento, a fronte di una riduzione del 5,3 nel 2003. A giugno del 2004, sulla base dell'andamento della spesa farmaceutica nei primi mesi dell'anno, si è provveduto a imporre ai produttori, mediante decreto legge, uno sconto del 4,12 per cento sul prezzo dei farmaci rimborsabili dal Servizio sanitario nazionale, a esclusione dei prodotti dispensati in ospedale

e degli emoderivati. Il provvedimento ha dato attuazione alle misure disposte con il DL 30.9.2003, n. 269, che aveva posto a carico delle industrie farmaceutiche il 60 per cento dello sfioramento della spesa farmaceutica rispetto al tetto del 13 per cento della spesa sanitaria totale. La spesa per l'assistenza ospedaliera è aumentata del 9,7 per cento; vi ha influito il rinnovo del contratto per il personale non direttivo del Servizio sanitario nazionale. Il disavanzo sanitario sarebbe aumentato da 1,8 miliardi nel 2003 a 3,5 nel 2004.

Le uscite in conto capitale sono aumentate del 9,7 per cento (3,4 miliardi), per effetto della crescita degli investimenti fissi (10,2 per cento, 2,7 miliardi) e in misura minore di quella dei contributi agli investimenti (6,9 per cento, 0,6 miliardi).

In materia di Patto di stabilità interno sono state apportate alcune limitate modifiche agli aggregati cui fanno riferimento gli obiettivi per il 2004, espressi in termini di saldo finanziario per gli Enti locali e di vincoli alle spese per le Regioni. Per il triennio 2005-07 la disciplina del Patto è stata rivista al fine di renderla coerente con il limite del 2 per cento alla crescita della spesa, stabilito per l'intero settore delle Amministrazioni pubbliche dalla legge finanziaria per il 2005. La revisione ha determinato l'applicazione, anche per gli Enti locali, di un vincolo alle erogazioni (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione *Principali provvedimenti: Finanza decentrata*).

Nel 2004 l'incidenza sul prodotto del debito delle Amministrazioni locali ha raggiunto il 5,6 per cento (tav. aC12). L'aumento di tale rapporto è stato pari a 0,2 punti percentuali a fronte di 1,8 nel 2003. In quell'anno l'incremento rifletteva per 1,5 punti percentuali l'inclusione fra le passività del settore dei prestiti erogati dalla CDP (cfr. il capitolo della sezione C: *L'andamento delle entrate e delle spese in Italia* nella Relazione sull'anno 2003).

L'incidenza del debito sul PIL si è collocata al 2,2 per cento per il comparto delle Regioni (2,1 nel 2003), al 3,0 per cento per quello degli Enti locali (2,9 nel 2003) ed è rimasto stabile allo 0,4 per cento per gli altri enti.

In rapporto al prodotto delle rispettive aree geografiche il debito delle Amministrazioni locali è cresciuto di 0,2 punti nel Nord al 4,3 per cento, è rimasto sostanzialmente stabile all'8,4 nel Centro ed è salito di 0,4 punti, al 6,1 per cento, nel Mezzogiorno (tav. aC13).

In merito alla composizione del debito del settore delle Amministrazioni locali è cresciuta la quota relativa ai titoli (dal 23,6 al 28,1 per cento) a fronte della riduzione sia di quella relativa ai prestiti di istituzioni monetarie e finanziarie (dal 44,2 al 42,1) sia di quella relativa alle altre componenti (dal 32,2 al 29,8), che includono i prestiti erogati dalla CDP e le cartolarizzazioni contabilizzate fra le passività delle Amministrazioni locali. È salita la quota del debito contratto all'estero (dal 20,1 al 22,0 per cento); l'aumento riflette quello della componente relativa alle emissioni obbligazionarie mentre si è ridotta la parte relativa ai prestiti erogati da intermediari non residenti.

LE PROSPETTIVE

La politica di bilancio nell'area dell'euro

In base ai più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità, nel 2005 l'indebitamento netto dell'area dell'euro dovrebbe scendere di 0,4 punti percentuali del PIL, al 2,4 per cento (tav. C8). La maggioranza dei paesi non conseguirebbe l'obiettivo di un saldo di bilancio prossimo al pareggio o in avanzo entro l'orizzonte di previsione, che in tutti i paesi si estende almeno fino al 2007.

Tav. C8

INDEBITAMENTO NETTO E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO (in percentuale del PIL)

Voci	2004	2005	2006	2007
Indebitamento netto				
Obiettivi dei programmi di stabilità	2,8	2,4	1,9	1,3
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	2,7	2,6	2,7	–
FMI	2,7	2,6	2,6	–
Debito				
Obiettivi dei programmi di stabilità	71,1	70,6	69,6	68,2
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	71,2	71,7	71,9	–
FMI	71,2	71,6	71,5	–

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea (*Spring Forecasts*, aprile 2005), FMI (*World Economic Outlook*, aprile 2005) e aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati a partire dagli ultimi mesi del 2004. Per la Grecia si tiene conto dell'aggiornamento presentato nel marzo del 2005.

La maggior parte dei paesi ha indicato obiettivi meno ambiziosi di quelli formulati in precedenza. Le revisioni riflettono principalmente un andamento dei conti pubblici nel 2004 meno favorevole di quello inizialmente atteso, oltre che un lieve peggioramento delle prospettive di crescita economica. In base alle previsioni formulate dalla Commissione europea, nella maggioranza dei paesi anche i nuovi obiettivi non verrebbero conseguiti.

Fra i paesi che nel 2004 hanno registrato disavanzi superiori al 3 per cento del prodotto, in base ai rispettivi programmi la Francia e la Germania porrebbero fine alla situazione di disavanzo eccessivo nel 2005, registrando entrambe un indebitamento netto

pari al 2,9 per cento. La Grecia ricondurrebbe il disavanzo sotto la soglia del 3 per cento nel 2006. In Italia, in base al Programma, l'indebitamento netto scenderebbe al 2,7 per cento del PIL nel 2005 (cfr. il paragrafo: La politica di bilancio in Italia).

Nel valutare gli aggiornamenti dei programmi, il Consiglio della UE ha rilevato che, sulla base di ipotesi macroeconomiche complessivamente plausibili, le correzioni programmate dalla Francia e dalla Germania consentirebbero di rispettare il vincolo del 3 per cento del PIL nel 2005. Tuttavia il Consiglio ha sottolineato che la crescita del prodotto stimata dalla Germania per il 2005 appare ottimistica. Per gli anni successivi, esso ha indicato la necessità, in entrambi i paesi, di far fronte al venire meno degli effetti di misure di natura temporanea e, nel caso della Francia, al finanziamento dell'annunciata riduzione delle imposte e a un'eventuale dinamica della spesa più elevata di quanto previsto.

Per quanto riguarda la Grecia il Consiglio ha rilevato che gli obiettivi di bilancio fissati per il 2005 e per gli anni successivi potrebbero non essere conseguiti, anche a causa di un andamento della spesa meno favorevole di quello atteso; sono inoltre segnalati i rischi connessi con le eventuali revisioni dei risultati di bilancio del 2004 derivanti da decisioni dell'Eurostat (cfr. il paragrafo: L'area dell'euro).

In base ai programmi, l'incidenza del debito sul prodotto per il complesso dell'area diminuirebbe di circa 0,5 punti percentuali nel 2005 e di ulteriori 2,4 punti nel biennio successivo, raggiungendo il 68,2 per cento nel 2007.

Secondo le previsioni presentate dalla Commissione europea lo scorso mese di aprile, basate sull'ipotesi di politiche invariate, nel 2005 e nel 2006 l'indebitamento netto e l'avanzo primario dell'area rimarrebbero sostanzialmente stabili. L'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico aumenterebbe per la prima volta dal 1999, passando dall'1,0 per cento del PIL nel 2004 all'1,2 per cento nel 2005.

Fra i paesi che nel 2004 hanno registrato disavanzi superiori o prossimi al 3 per cento del PIL, nel 2005 in assenza di ulteriori misure correttive la Grecia, la Francia e la Germania ridurrebbero l'indebitamento netto (rispettivamente di 1,6 punti al 4,5 per cento, di 0,7 al 3,0 per cento e di 0,4 al 3,3 per cento); in Portogallo e in Italia (per la quale le stime sono precedenti alle ultime revisioni dei dati concernenti il 2004) il disavanzo aumenterebbe (rispettivamente di 2,0 punti al 4,9 per cento e di 0,6 punti al 3,6 per cento).

Secondo le proiezioni della Commissione, l'incidenza del debito sul PIL per il complesso dell'area aumenterebbe di 0,5 punti nel 2005 e di ulteriori 0,2 punti nel 2006. Tra i paesi ad alto debito, nel biennio 2005-06 essa crescerebbe di 0,5 punti in Italia; diminuirebbe significativamente in Belgio (-4,0 punti) e, in misura minore, in Grecia (-1,6 punti).

Il dibattito sull'opportunità di modificare le regole di bilancio europee ha preso vigore nel 2004, anche alla luce delle difficoltà incontrate da alcu-

ni paesi dell'area nel rispettarle in una fase congiunturale sfavorevole. Nel settembre del 2004 la Commissione ha proposto un insieme di modifiche volte a conferire maggiore flessibilità al Patto di stabilità e crescita e a renderne più incisiva l'applicazione.

Nel marzo del 2005 il Consiglio della UE, recependo in parte le proposte della Commissione, ha approvato un rapporto che indica le linee guida per la modifica del Patto di stabilità e crescita; queste ultime verranno recepite in Regolamenti e Risoluzioni che costituiranno il nuovo testo del Patto. Le modifiche non alterano i limiti per l'indebitamento netto e per il debito indicati nel Trattato di Maastricht. I cambiamenti principali riguardano la definizione degli obiettivi che i paesi devono perseguire nel medio termine, la Procedura per i disavanzi eccessivi e i principi di cooperazione e di trasparenza in materia di politiche di bilancio.

L'obiettivo di medio termine per le politiche di bilancio è stato finora definito in termini di saldo corretto per gli effetti del ciclo economico. Il rapporto stabilisce che esso venga ora misurato escludendo anche l'impatto delle misure temporanee e che venga differenziato per i singoli paesi in base alla situazione economica, allo stato delle finanze pubbliche e ai rischi per la loro sostenibilità nel lungo periodo. In una prima fase, l'obiettivo di ciascun paese sarà definito sulla base del livello del debito e della crescita del prodotto potenziale: i paesi caratterizzati da un alto livello del debito pubblico e da una bassa crescita del prodotto potenziale dovranno conseguire il pareggio o un avanzo di bilancio; i paesi con basso debito ed elevata crescita del prodotto potenziale potranno registrare un disavanzo di bilancio, pari al massimo all'1 per cento del PIL. In una fase successiva, gli obiettivi dovranno tenere conto anche delle passività implicite connesse con l'evoluzione demografica.

Con riferimento alla Procedura per i disavanzi eccessivi, viene rivista la definizione delle circostanze economiche eccezionali in presenza delle quali è consentito superare il limite del 3 per cento del PIL stabilito per il disavanzo; lo sconfinamento deve comunque rimanere temporaneo e di dimensioni limitate. Una recessione economica è da considerarsi eccezionale se si verifica una crescita reale negativa o un periodo prolungato di crescita inferiore a quella potenziale; in precedenza, era necessaria una riduzione del prodotto pari ad almeno il 2 per cento. Sono inoltre precisati i fattori significativi, aggiuntivi rispetto alla spesa per investimenti, dei quali la Commissione dovrà tenere conto nel valutare la situazione di un paese che registri un disavanzo superiore al 3 per cento. In particolare dovranno essere considerati: la crescita potenziale; la fase del ciclo economico; l'attuazione di politiche coerenti con l'agenda di Lisbona; la qualità delle finanze pubbliche; le politiche attuate nelle fasi favorevoli del ciclo economico; la sostenibilità del debito; gli oneri assunti per la solidarietà internazionale e per conseguire obiettivi europei. Nel valutare il processo di correzione dei disavanzi eccessivi, si terrà conto – per un periodo limitato – anche degli effetti sui conti pubblici delle riforme previdenziali basate sullo sviluppo di un pilastro a capitalizzazione obbligatorio. Riguardo ai tempi della correzione del disavanzo eccessivo, la normale scadenza rimane l'anno successivo a quello in cui detta situazione viene individuata; tuttavia, in presenza di speciali circostanze si consente il rinvio di un anno.

Nell'ambito dei principi di cooperazione e di trasparenza, il rapporto invita i paesi a presentare i programmi di stabilità e di convergenza al proprio parlamento nazionale, li sol-

lecita a potenziare le regole di bilancio nazionali in modo che siano complementari rispetto a quelle europee, prevede l'impegno dei paesi e delle istituzioni europee a fornire dati sui conti pubblici che siano affidabili e tempestivi e rende possibile l'imposizione di sanzioni ai paesi che violano le disposizioni sulla produzione di dati di finanza pubblica di buona qualità.

Il Consiglio direttivo della BCE ha espresso serie preoccupazioni riguardo alle modifiche apportate al Patto di stabilità e crescita; ha sottolineato la necessità di evitare che i cambiamenti riguardanti la Procedura per i disavanzi eccessivi incidano negativamente sulla fiducia degli operatori economici nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio e nella sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

Le linee guida per la riforma confermano gli elementi fondamentali delle regole di bilancio europee. La revisione di alcuni aspetti della Procedura per i disavanzi eccessivi e la maggiore discrezionalità che caratterizza il nuovo assetto configurano tuttavia un'attenuazione delle regole; la maggiore complessità del nuovo assetto può inoltre rendere più difficile verificare l'attuazione delle stesse e garantire adeguati livelli di trasparenza. Gli incentivi al perseguimento degli obiettivi di medio termine non sono stati rafforzati. Vi è il rischio che i livelli medi di debito e di disavanzo dell'area rimangano elevati o aumentino. Ciò ridurrebbe i margini per l'attuazione di politiche di stabilizzazione, potrebbe determinare pressioni al rialzo sui tassi di interesse e rinvierebbe l'aggiustamento necessario per fronteggiare i costi connessi con gli andamenti demografici. Solo un'applicazione rigorosa delle nuove regole da parte del Consiglio della UE potrà accrescere i margini di flessibilità per la gestione delle politiche di bilancio senza contrastare il perseguimento degli obiettivi del Trattato e del Patto.

La politica di bilancio in Italia

Le prospettive per il 2005. – Il Documento di programmazione economico-finanziaria (DPEF) del luglio del 2004 delineava per il 2005 un quadro tendenziale caratterizzato da un indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche pari al 4,4 per cento del PIL e un avanzo primario pari allo 0,8 (tav. C9 e fig. C7). La crescita del prodotto era stimata nell'1,9 per cento; il fabbisogno netto del settore statale nel 5,9 per cento del PIL.

Nel quadro programmatico il Documento indicava obiettivi pari al 2,7 per cento del prodotto per l'indebitamento netto e al 2,6 per l'avanzo primario. L'incidenza del debito sul PIL era indicata in riduzione dal 106,0 per cento stimato per il 2004 al 104,1. Si prevedeva una manovra correttiva dell'ordine di 24 miliardi (1,7 per cento del PIL), di cui circa 7 derivanti da provvedimenti di natura straordinaria. La crescita del prodotto, in presenza delle politiche programmate, avrebbe raggiunto il 2,1 per cento.

OBIETTIVI E STIME DEI CONTI PUBBLICI PER L'ANNO 2005*(miliardi di euro)*

Voci	Fabbisogno del settore statale (1)	Amministrazioni pubbliche				Per memoria:	
		Indebitamento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita % del PIL reale	PIL nominale
Stime dell'andamento tendenziale							
DPEF (luglio 2004)	83,0	62,6	11,3	74,0	....	1,9	1.409,8
<i>in percentuale del PIL</i>	5,9	4,4	0,8	5,2	....	
Rtc (aprile 2005) .....	....	....	....	....	....	....	....
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,9-3,5	....	....	....
Obiettivi							
DPEF (luglio 2004) .....	....	....	....	....	....	2,1	1.409,0
<i>in percentuale del PIL</i>	4,2	2,7	2,6	5,3	104,1		
Nota di aggiornamento del DPEF e RPP (settembre 2004)	61,0	38,7	33,8	72,5	....	2,1	1.413,9
<i>in percentuale del PIL</i>	4,3	2,7	2,4	5,1	104,1		
Aggiornamento del Programma di stabilità (novembre 2004) .....	....	....	....	....	....	2,1	....
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,7	2,4	5,1	104,1		
Rtc e aggiornamento della RPP (aprile 2005)	44,0	41,0	29,3	70,3	....	1,2	1.394,5
<i>in percentuale del PIL</i> .....	....	2,9	2,1	5,0	105,3		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari.

Nel DPEF veniva stabilita a partire dal 2006 la completa sostituzione con interventi di natura strutturale delle misure con effetti temporanei. Ai fini della riduzione del debito, si prevedevano operazioni di cessione di attivi per 100 miliardi nel quadriennio 2005-08.

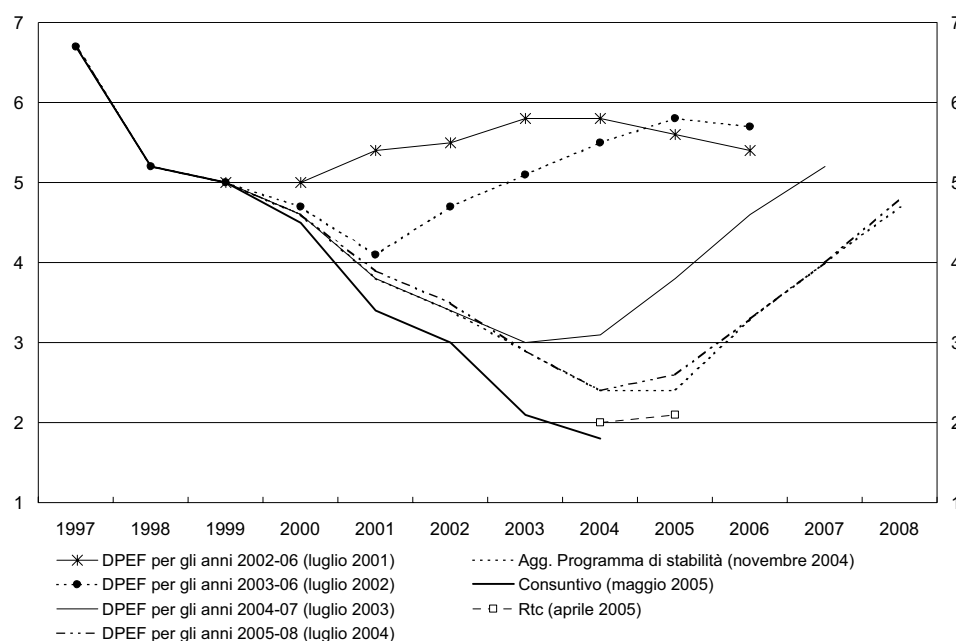
Nel successivo mese di settembre la *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) e la *Nota di aggiornamento* del DPEF, presentate al Parlamento contestualmente alla manovra di bilancio per il 2005, confermavano le previsioni riguardanti la crescita del prodotto e gli obiettivi per l'indebitamento netto e per il rapporto tra il debito e il PIL nel 2005. A fronte di una revisione al ribasso della stima della spesa per interessi (dal 5,3 al 5,1 per cento del PIL), l'obiettivo per l'avanzo primario diveniva meno ambizioso (2,4 per cento, contro 2,6). L'aggiornamento del *Programma di stabilità*, presentato nel successivo mese di novembre, confermava il quadro previsionale e gli obiettivi delineati nella RPP.

L'entità della manovra presentata dal Governo era valutata in 24 miliardi (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2005*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). Nel corso dell'esame parlamentare sono state

apportate modifiche rilevanti, che tuttavia hanno lasciato sostanzialmente invariati gli effetti sull'indebitamento netto. Sono stati decisi sgravi fiscali per 4,3 miliardi e maggiori spese per 1,8; la copertura finanziaria è stata garantita da maggiori entrate per 3,9 miliardi e da risparmi di spesa per 2,2 (cfr. i riquadri: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2005 e Il secondo modulo della riforma dell'imposta sul reddito*, in *Bollettino economico*, n. 44, 2005).

Fig. C7

AVANZO PRIMARIO: OBIETTIVI E CONSUNTIVO
(in percentuale del PIL)



Sulla base delle valutazioni ufficiali, la manovra di bilancio approvata dal Parlamento a fine anno include misure di riduzione dell'indebitamento netto per 32,5 miliardi e di aumento per 8,5. Sono previsti introiti da dismissioni di attivi patrimoniali per 7,1 miliardi, interessi attivi in connessione con operazioni di ristrutturazione di attività finanziarie per 1,5, altre maggiori entrate nette per 5,2 e minori spese nette per 8,7. Un'ulteriore correzione dell'indebitamento netto, derivante da revisioni delle tabelle allegate alla legge finanziaria, è stimata in 1,5 miliardi.

Le misure di aumento delle entrate includono: interventi sugli studi di settore (3,6 miliardi) e altre disposizioni volte all'ampliamento e al recupero di basi imponibili (1,2 miliardi); il differimento dal 2004 al 2005 della seconda e terza rata del condono edilizio (2,0 miliardi); aumenti delle imposte di registro, di bollo, ipotecaria e catastale (1,1 miliardi). Gli interventi di riduzione delle entrate comprendono gli sgravi fiscali relativi all'imposta sul reddito delle persone fisiche (con un effetto valutato in 4,3 miliardi nel 2005 e in 5,9 a regime) e le proroghe di sgravi disposti in anni precedenti in materia di imposizione indi-

retta (1,5 miliardi). Sono previsti inoltre sgravi relativamente all'IRAP, che determineranno una perdita di gettito a partire dal 2006, valutata in tale anno in 0,5 miliardi.

Dal lato della spesa, i risparmi derivano principalmente dall'introduzione di un limite del 2 per cento all'incremento nominale degli esborsi delle Amministrazioni pubbliche rispetto ai valori di preconsuntivo del 2004. Il limite, esteso anche al biennio 2006-07, non si applica alle prestazioni sociali in denaro connesse con diritti soggettivi, ai trasferimenti alla UE, agli oneri per interessi e alla spesa per gli Organi costituzionali. Con riferimento alle Amministrazioni locali, il rispetto del vincolo è perseguito mediante una revisione della disciplina del Patto di stabilità interno (cfr. il paragrafo: Le Amministrazioni locali).

Una parte rilevante della correzione del disavanzo è ancora affidata a misure di natura temporanea. Includendo anche gli effetti residui di provvedimenti presi in anni precedenti, l'impatto degli interventi a carattere transitorio è stimabile in circa un punto percentuale del prodotto (circa 2 punti nel 2003 e oltre 1,5 nel 2004).

Si tratta in larga parte degli effetti una tantum degli interventi sugli studi di settore, degli introiti derivanti dal condono edilizio e dalle dismissioni immobiliari programmate, di cui 3,0 miliardi deriverebbero dal trasferimento di parte della rete stradale a società controllate dallo Stato.

Nel mese di aprile del 2005 la Commissione europea ha stimato che in assenza di ulteriori misure correttive l'indebitamento netto del 2005 si collocherebbe sul 3,6 per cento del PIL. La previsione si basa su una stima della crescita del prodotto pari all'1,2 per cento e su una valutazione prudente degli effetti di alcune misure incluse nella manovra di bilancio.

Con la Relazione trimestrale di cassa (Rtc) e l'aggiornamento della RPP, presentati alla fine di aprile, il Governo ha innalzato l'obiettivo per l'indebitamento netto del 2005 dal 2,7 al 2,9 per cento del prodotto, in riduzione rispetto al 3,0 per cento allora stimato per il 2004. La revisione dell'obiettivo rifletteva soprattutto quella della crescita economica attesa (dal 2,1 all'1,2 per cento).

Gli effetti accrescitivi sull'indebitamento netto delle peggiorate prospettive economiche sono valutati in 0,23 punti percentuali del PIL. La revisione riflette inoltre, da un lato, lo slittamento dal 2004 al 2005 di oneri contrattuali relativi al biennio 2002-03 (con un effetto netto di 0,09 punti), dall'altro, una minore spesa per interessi (0,14 punti).

Nella revisione dell'obiettivo non si tiene conto della riclassificazione, attuata dall'Istat con riferimento agli anni precedenti, delle erogazioni alle Ferrovie spa (cfr. il riquadro: Le recenti revisioni dei conti delle Amministrazioni pubbliche italiane del triennio 2001-03, in Bollettino economico, n. 44, 2005). Su questo tema è stato chiesto all'Eurostat un approfondimento; qualora la classificazione adottata dall'Istat fosse confermata, vi sarebbe un aggravio dei conti per il 2005 dell'ordine di 0,2 punti percentuali del PIL.

Nella Rtc e nell'aggiornamento della RPP viene stimato che l'indebitamento netto tendenziale per il 2005 si colloca in un intervallo compreso tra il 2,9 e il 3,5 per cento del prodotto. La stima più elevata corrisponde al caso in cui sia confermata l'attuale classificazione da parte dell'Istat delle erogazioni alle Ferrovie spa e si verifichino tutti gli elementi d'incertezza indicati analiticamente nella Rtc, compreso lo slittamento al 2006 delle spese derivanti da rinnovi contrattuali per il biennio 2004-05. Qualora l'evoluzione dei conti si rivelasse sfavorevole, viene indicato che il Governo si riserva di assumere le opportune iniziative per contenere nell'anno l'indebitamento netto entro il parametro previsto dal Trattato di Maastricht o comunque entro un livello coerente con i nuovi criteri di valutazione del parametro medesimo decisi recentemente dal Consiglio della UE.

Gli elementi d'incertezza indicati nella Rtc riguardano: la possibilità che anche nel 2005 l'Anas rimanga classificata nel settore delle Amministrazioni pubbliche (con oneri di cui tenere conto nel calcolo dell'indebitamento netto pari a 0,14 punti percentuali del PIL); l'eventualità che difficoltà operative impediscano la completa realizzazione del programma di dismissioni immobiliari (con un impatto sfavorevole sul disavanzo valutato in 0,35 punti); il possibile debordo della spesa rispetto ai vincoli stabiliti con la legge finanziaria (valutabile in 0,1 punti); l'eventuale slittamento al 2006 di esborsi derivanti da rinnovi contrattuali per il biennio 2004-05 (con un effetto favorevole di 0,25 punti).

In corrispondenza con l'obiettivo di indebitamento netto (2,9 per cento del PIL), la Rtc valuta il fabbisogno del settore pubblico nel 2005, al netto delle dismissioni mobiliari, nel 3,7 per cento (contro il 3,5 del 2004).

Il rapporto tra il debito e il prodotto nel 2005 è stimato in riduzione di 0,5 punti, al 105,3 per cento (nel *Programma di stabilità* del novembre del 2004 la flessione era di 1,7 punti); tale valutazione sconta dismissioni e cessioni di attività per circa 25 miliardi, pari a 1,8 punti percentuali del PIL; nell'ultimo quadriennio sono state realizzate in media dismissioni mobiliari e immobiliari per 1,0 punti all'anno.

Nel nuovo quadro programmatico si registrano, tra il 2004 e il 2005, riduzioni dell'incidenza sul PIL sia delle entrate sia delle spese. Le prime diminuiscono di 0,6 punti percentuali del prodotto, al 44,7 per cento, riflettendo il calo della pressione fiscale (dal 41,8 al 41,1 per cento). Le spese scendono di 0,7 punti, al 47,6 per cento del PIL: in presenza di una sostanziale stabilità degli oneri per interessi, la flessione è connessa interamente con il calo delle spese primarie. La componente primaria corrente si riduce di 0,2 punti mentre la spesa in conto capitale scende di quasi 0,6 punti, al 3,5 per cento del PIL. La metà di quest'ultima diminuzione è riconducibile all'aumento dei proventi delle dismissioni immobiliari (contabilizzati in riduzione di questa posta di spesa) da 0,3 a 0,5 punti e all'esclusione dell'Anas dal settore delle Amministrazioni pubbliche. L'ulteriore calo riflette gli effetti attesi dall'azione di contenimento delle erogazioni in conto capitale stabilita con la legge finanziaria.

Oltre agli elementi di rischio indicati nella Rtc, va considerato che l'andamento dei principali aggregati macroeconomici potrebbe rivelarsi meno favorevole di quello incorporato nelle previsioni. Inoltre, altri interventi inclusi nella manovra, quali quelli sugli studi di settore, potrebbero non risultare pienamente efficaci. Vanno infine considerati gli effetti sul 2005 delle più recenti revisioni dei dati riguardanti il disavanzo del 2004. Nel complesso, vi è il rischio che l'indebitamento netto si collochi al di sopra del limite superiore dell'intervallo indicato nella Rtc. All'incremento del disavanzo rispetto al livello registrato nel 2004 potrebbe tuttavia corrispondere un leggero miglioramento del saldo al netto degli effetti delle misure temporanee.

In presenza di un netto calo della crescita nominale del prodotto e di un aumento del fabbisogno, il proseguimento nel 2005 del processo di riduzione del peso del debito sul PIL richiederà dismissioni di entità superiore a quella indicata dal Governo ad aprile. Sulla dinamica del debito influirà la recente decisione dell'Eurostat concernente i finanziamenti per lo sviluppo delle linee ferroviarie ad alta velocità.

Le prospettive per il medio periodo. – Per gli anni successivi al 2005 il DPEF del luglio del 2004 programmava una riduzione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche di mezzo punto percentuale all'anno, dal 2,7 per cento del PIL allora stimato per il 2005, all'1,2 nel 2008. L'avanzo primario sarebbe progressivamente aumentato, dal 2,4 al 4,8 per cento. Il rapporto tra il debito e il prodotto, dal 104,1 stimato per il 2005, sarebbe sceso al 98,1 nel 2008.

La *Nota di aggiornamento* del DPEF dello scorso mese di settembre accentuava leggermente il miglioramento dei saldi nel biennio 2006-07; in particolare, per il 2006 l'obiettivo di indebitamento netto era ridotto dal 2,2 al 2,0 per cento. Nel 2008 l'obiettivo era portato allo 0,9 per cento del PIL. La flessione programmata del rapporto tra il debito e il prodotto rimaneva invece sostanzialmente invariata. A novembre l'aggiornamento del *Programma di stabilità* confermava questo quadro programmatico.

La correzione necessaria nei prossimi anni per realizzare gli obiettivi indicati appare considerevole. Nel *Programma di stabilità*, che teneva conto della manovra per il 2005, il divario tra andamenti tendenziali e programmatici è pari all'1,3 per cento del PIL nel 2006, all'1,6 nel 2007 e all'1,9 nel 2008. L'entità degli interventi da attuarsi nel triennio è tuttavia superiore per un insieme di fattori. In primo luogo, vi è la necessità di finanziare gli oneri per i rinnovi contrattuali e per i nuovi progetti d'investimento che sono esclusi dalla previsione del saldo ten-

denziale, elaborata in base al criterio della legislazione vigente. Inoltre, le nuove stime per l'indebitamento netto e per la crescita economica del 2005 contenute nella Rtc dovrebbero comportare una revisione al rialzo del disavanzo tendenziale di medio termine. Infine, ulteriori misure correttive dovrebbero finanziare la riduzione delle imposte prevista nei piani governativi.

Con riferimento al 2006, nell'aprile del 2005 la Commissione europea ha stimato nel 4,6 per cento del PIL l'indebitamento netto tendenziale. In base a questa valutazione, che peraltro non incorpora ulteriori interventi di riduzione della pressione fiscale, la correzione necessaria per conseguire il livello programmato per l'indebitamento netto sarebbe pari a 2,6 punti percentuali del prodotto.

L'abbattimento dell'alto livello del debito rappresenta il problema principale della finanza pubblica italiana. Un debito elevato rende il bilancio pubblico più vulnerabile a shock sui tassi d'interesse e più difficile da utilizzare ai fini della stabilizzazione congiunturale; vincola risorse, destinandole al pagamento degli interessi, e accresce in prospettiva i problemi posti dall'invecchiamento della popolazione. Nel *Programma di stabilità* il Governo si poneva l'obiettivo di ridurre l'incidenza del debito sul prodotto di 6,1 punti nel triennio 2006-08. Questo risultato richiede il conseguimento dei livelli programmatici di indebitamento netto e ulteriori interventi di natura finanziaria di entità considerevole. Al riguardo, il *Programma di stabilità* indicava introiti da privatizzazioni nel triennio pari, rispettivamente, al 2,0, all'1,9 e allo 0,6 per cento del PIL.

L'incidenza sul prodotto dell'avanzo primario è scesa nel 2004 all'1,8 per cento del PIL; al netto delle misure temporanee, il saldo si è quasi annullato. Negli ultimi anni la flessione dell'avanzo primario, connessa in parte con la congiuntura sfavorevole, ha determinato un rallentamento della discesa dell'incidenza del debito sul prodotto. Ciò è avvenuto nonostante il calo della spesa per interessi e l'attuazione di rilevanti operazioni di ristrutturazione delle attività e passività. In assenza di queste ultime, l'incidenza del debito sul prodotto sarebbe rimasta sostanzialmente invariata. Solo un significativo aumento dell'avanzo primario potrà garantire, nel medio periodo, la prosecuzione del processo di riduzione del debito.

Il puntuale rispetto del sentiero di riequilibrio dei conti pubblici delineato nei programmi del Governo è condizione necessaria per migliorare le aspettative degli operatori economici, influenzando positivamente sugli investimenti e sulla crescita. La prosecuzione del processo di riduzione del rapporto tra il debito e il prodotto permetterà di mantenere sui contenuti livelli attuali il premio al rischio sui titoli pubblici.

I risparmi sulla spesa per interessi potranno avere nei prossimi anni dimensioni limitate, legate quasi interamente alla riduzione del peso del debito. Per evitare gli effetti negativi sulla crescita dell'economia derivanti da aumenti della pressione fiscale o da un livello insufficiente di investimenti pubblici, la flessione dei disavanzi deve fondarsi sul contenimento delle spese primarie correnti. Le dimensioni della correzione necessaria richiedono che i vincoli alla crescita degli esborsi introdotti con la legge finanziaria siano affiancati da riforme strutturali nei principali comparti di spesa. Oltre a un attento riesame delle attività svolte dal settore pubblico, appare necessario potenziare gli incentivi all'accrescimento dell'efficienza nelle pubbliche amministrazioni e le regole di bilancio volte a coinvolgere tutti i livelli di governo nell'azione di riequilibrio.

D – LA POLITICA MONETARIA NELL’AREA DELL’EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2004 le prospettive di una rapida ripresa congiunturale nell’area dell’euro si sono progressivamente attenuate. La dinamica dei prezzi è stata contenuta dalla debolezza ciclica e dal rafforzamento del cambio, nonostante l’aumento delle quotazioni del petrolio. Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste di poco al di sotto del 2 per cento, valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dall’Eurosistema.

In considerazione di questo quadro congiunturale, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto condizioni monetarie espansive. I tassi ufficiali dell’Eurosistema sono rimasti invariati, sui bassi livelli raggiunti alla metà del 2003 (2,0 per cento per il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali). In termini reali i rendimenti a breve termine sono stati pressoché nulli. All’inizio del 2004 le aspettative degli operatori sull’orientamento della politica monetaria scontavano un aumento dei rendimenti a breve termine già nella seconda metà dell’anno; si sono poi gradualmente ridimensionate. Nello scorso aprile prevalevano attese di tassi di interesse invariati nell’anno in corso.

L’abbondante liquidità e il deteriorarsi delle aspettative di crescita si sono riflessi in un ulteriore calo dei tassi di interesse a lungo termine in euro. Anche in connessione con le più favorevoli prospettive per l’attività economica negli Stati Uniti, il differenziale negativo con i rendimenti in dollari si è considerevolmente ampliato; misurato sugli swap d’interesse decennali, da un quarto di punto percentuale nel dicembre 2003 si è portato attorno a un punto alla fine del 2004.

Il cambio dell’euro nei confronti del dollaro si è apprezzato rapidamente dall’estate; ha toccato un massimo alla fine di dicembre. In questa fase, il deprezzamento della valuta americana ha risentito soprattutto di rinnovati timori degli operatori per il grave squilibrio nei conti con l’estero negli Stati Uniti. Nel corso dell’anno l’apprezzamento della valuta europea rispetto al dollaro è stato del 7,8 per cento; in termini effettivi è stato più modesto, pari a 2,1 punti percentuali. Nei primi mesi del 2005 l’euro è tornato a deprezzarsi, sia rispetto al dollaro sia in termini effettivi.

Il basso livello dei tassi di interesse ha concorso a mantenere elevata la preferenza per la liquidità nell'area dell'euro. La moneta M3, in rallentamento dal 2003, dalla primavera ha ripreso ad accelerare; alla fine dell'anno ha raggiunto un tasso di crescita del 6,5 per cento sui dodici mesi.

Sul mercato obbligazionario internazionale le condizioni di finanziamento per le imprese private sono risultate favorevoli per tutte le classi di merito di credito. I differenziali di interesse rispetto ai titoli di Stato sono scesi sui valori minimi dalla fine degli anni novanta per le categorie a più alto rischio. Sono progressivamente diminuiti i casi di insolvenza, dopo gli episodi di dissesto societario che avevano interessato società degli Stati Uniti ed europee; sono emerse valutazioni più ottimistiche sulla rischiosità delle imprese. Sulla riduzione dei differenziali di rendimento può aver altresì influito il prevalere nelle principali aree di condizioni di liquidità abbondante. Dal marzo 2005 gli spread obbligazionari sono tornati ad aumentare, in seguito a timori sulle prospettive di specifici comparti, in particolare di quello automobilistico, e di una valutazione più cauta dei titoli ad alto rischio.

In Italia, il sistema finanziario ha dimostrato un'elevata capacità di far fronte alla prolungata fase di debolezza ciclica, mantenendo condizioni di stabilità. Sono rimaste solide le condizioni di bilancio delle famiglie, delle imprese e del sistema bancario; quest'ultimo ha migliorato la dotazione patrimoniale.

Il flusso di risparmio finanziario delle famiglie è aumentato. La ricchezza finanziaria netta è cresciuta dell'8,3 per cento nel 2004, soprattutto in seguito all'incremento dei corsi delle azioni; si è situata su un livello di 2.700 miliardi, pari a 2,9 volte il reddito disponibile. Le famiglie, nelle loro scelte finanziarie, hanno privilegiato attività liquide e a basso rischio, come depositi bancari e postali, titoli pubblici e obbligazioni bancarie. Hanno ceduto obbligazioni emesse da imprese, il cui peso sul totale delle attività è tuttavia rimasto sostanzialmente invariato. Dal lato del passivo, hanno continuato ad accrescere il loro indebitamento, in particolare nella forma di mutui immobiliari, traendo vantaggio dalle condizioni favorevoli di finanziamento. L'attuale livello dei debiti finanziari delle famiglie, pur se in forte crescita, resta in rapporto al prodotto molto inferiore a quanto registrato negli altri paesi industriali. Una quota molto alta del debito è tuttavia a tassi di interesse variabili; ciò espone i detentori al rischio di rialzi dei rendimenti.

La redditività operativa delle imprese italiane è rimasta nel 2004 sostanzialmente invariata rispetto ai livelli, non elevati, del 2003. Il fabbisogno finanziario è stato contenuto, in presenza di una flessione degli oneri finanziari, che ha favorito l'autofinanziamento, e di un aumento modesto degli investimenti.

Nonostante la debolezza dell'attività economica registrata negli ultimi anni, le condizioni finanziarie delle imprese italiane rimangono solide, soprattutto in seguito al ridotto livello dei tassi di interesse e alla moderata dinamica dell'accumulazione di capitale. Il leverage delle imprese si è significativamente ridotto dalla prima metà degli anni novanta; dopo un lieve aumento tra il 2000 e il 2003, nell'ultimo anno è tornato a flettere. In rapporto al prodotto i debiti delle imprese sono inferiori a quelli registrati nell'area dell'euro. Gli oneri finanziari assorbono meno del 5 per cento del valore aggiunto, contro circa il 10 all'inizio degli anni novanta. Sono tuttavia in crescita le misure di dispersione delle condizioni finanziarie delle imprese; tra quelle che presentano un peso elevato dei debiti e degli oneri finanziari, è aumentata la quota delle imprese manifatturiere, caratterizzate negli ultimi anni da una minore redditività.

Le banche italiane hanno mantenuto condizioni di offerta di credito distese e tassi di interesse contenuti. La crescita del credito è stata alimentata soprattutto dalla forte domanda delle famiglie. Gran parte del nuovo credito erogato è connesso, direttamente o indirettamente, con il mercato immobiliare (mutui alle famiglie, prestiti alle imprese di costruzioni e alle società di servizi collegate all'attività immobiliare); i finanziamenti alle imprese manifatturiere hanno invece registrato un calo, concentrato in particolare nei settori dove l'attività produttiva è diminuita rispetto al 2003.

È stata particolarmente sostenuta la crescita dei prestiti affluiti al Mezzogiorno e di quelli destinati alle imprese di minore dimensione. Alla riduzione della domanda di finanziamenti bancari da parte delle grandi imprese ha contribuito l'ampio ricorso di alcune di esse al mercato obbligazionario.

L'allungamento delle scadenze del credito bancario, in atto da alcuni anni, è proseguito in tutti i settori produttivi, aree geografiche, classi dimensionali. Alla crescente domanda di finanziamenti a lungo termine hanno contribuito, oltre alla struttura dei tassi di interesse, le operazioni di ristrutturazione del debito bancario di società in condizioni finanziarie meno solide.

La qualità del credito bancario non ha risentito della debolezza dell'economia. Sono stati iscritti a sofferenza prestiti pari allo 0,9 per cento dei crediti complessivi, un valore analogo a quello del 2003 al netto degli effetti che in quell'anno derivarono dal dissesto del gruppo Parmalat. I finanziamenti facenti capo a clienti in temporanea difficoltà si sono ridotti. La redditività bancaria è cresciuta. Sono soprattutto diminuite le svalutazioni su crediti, che erano aumentate in misura cospicua l'anno precedente. A dicembre del 2004, il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano, su base consolidata, era cresciuto del 7 per cento rispetto a un anno prima; il coefficiente di solvibilità era lievemente aumentato all'11,6

per cento (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Il ricorso ai collocamenti obbligazionari da parte delle imprese italiane, complessivamente ampio, ha interessato soprattutto le banche e alcune grandi imprese del settore dei servizi; è stato limitato il ricorso diretto al mercato da parte delle società di minore dimensione o con più basso merito di credito.

Sono migliorati significativamente i risultati di bilancio delle compagnie di assicurazione, anche se la raccolta premi è aumentata a un ritmo inferiore a quello registrato negli anni precedenti.

Dall'estate del 2004 nell'area dell'euro si è avviato un rialzo degli indici di borsa, proseguito fino all'aprile 2005, quando si è registrata una inversione. L'andamento dei corsi è stato favorito sia dalla flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine, sia da una riduzione del grado di avversione al rischio degli operatori, desumibile dall'andamento dei prezzi delle opzioni; non vi ha corrisposto un miglioramento delle previsioni di crescita degli utili delle società quotate dell'area, che in questo periodo non hanno registrato variazioni significative o sono state riviste al ribasso.

In Italia, l'apprezzamento dei titoli azionari è stato superiore a quello registrato negli altri principali mercati. Vi hanno concorso soprattutto i rialzi nei comparti delle telecomunicazioni e dell'elettricità che, dato l'elevato indebitamento, hanno beneficiato in modo particolare del basso livello dei tassi di interesse e di operazioni di riassetto societario. L'andamento favorevole dei corsi si è associato a una ripresa solo modesta delle operazioni di prima quotazione in borsa e a una flessione del valore del capitale complessivamente raccolto dalle società già presenti sul listino e da quelle di nuova quotazione.

LA POLITICA MONETARIA

I tassi di interesse e il cambio

I tassi d'interesse a breve termine. – Nel 2004 le attese di crescita economica nell'area dell'euro sono divenute più incerte. Il moderato rafforzamento della congiuntura avviatosi nel 2003 è proseguito nella prima metà dell'anno, beneficiando dell'espansione dell'economia mondiale. Dall'estate, l'aumento dei corsi petroliferi e la decelerazione dell'attività economica globale hanno esercitato un effetto negativo sulle prospettive di ripresa. Nell'ultimo trimestre a tali fattori si è aggiunto l'apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali valute.

L'inflazione al consumo, dopo essere scesa nei primi mesi dell'anno, è successivamente salita poco al di sopra del 2 per cento. Il progressivo deterioramento delle attese di crescita e il rafforzamento del cambio, associati a una dinamica moderata del costo del lavoro, hanno contribuito a contenere le aspettative d'inflazione al di sotto del 2 per cento, nonostante il rincaro delle materie prime energetiche (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi, i costi e la competitività*).

In questo quadro il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto condizioni monetarie espansive, lasciando invariato il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali al 2,0 per cento, fissato nel giugno del 2003 (fig. D1).

Nei primi mesi del 2005 il quadro congiunturale è rimasto debole. Le previsioni sulla crescita del prodotto nell'area, formulate dagli organismi internazionali, sono state riviste al ribasso. L'inflazione al consumo si è mantenuta prossima al 2 per cento, nonostante le pressioni sui prezzi esercitate dal nuovo rincaro del petrolio, in parte attenuato dal rafforzamento del cambio dell'euro; alla fine del primo trimestre del 2005 le quotazioni in euro del greggio si situavano intorno ai livelli del 2000, quelle in dollari erano notevolmente aumentate.

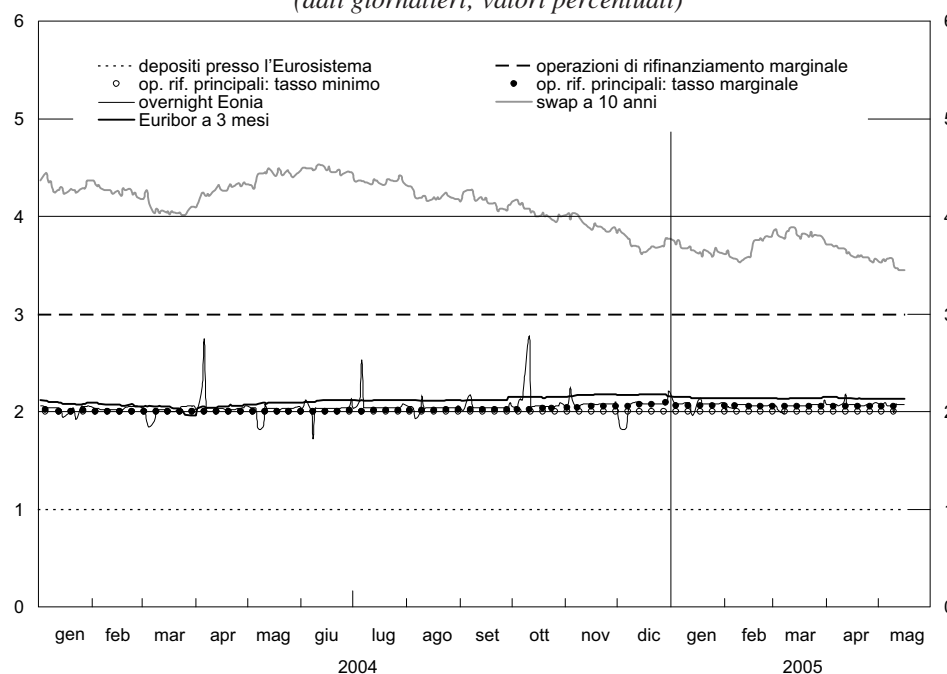
L'evidenza degli ultimi tre decenni mostra che un'elevata credibilità della politica monetaria, influenzando le attese sulla crescita dei prezzi nel medio periodo, rende più contenuti e meno persistenti gli effetti di uno shock petrolifero sui prezzi al consumo, limitando le pressioni al rialzo sull'inflazione attesa e sul costo unitario del lavoro. Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione non sembrano aver risentito del recente rincaro del pe-

trolio, suggerendo che l'obiettivo di stabilità dei prezzi della politica monetaria unica gode di elevata credibilità. L'indagine trimestrale Survey of Professional Forecasters dell'aprile 2005, condotta dalla BCE, indica che le attese degli operatori sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro per il 2005 e il 2006 sono stabilmente al di sotto del 2 per cento, mentre le aspettative d'inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la quattordicesima indagine consecutiva. I dati più recenti indicano inoltre che la crescita dei salari nell'area dell'euro rimane moderata: nel quarto trimestre del 2004 le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 2,2 per cento sul corrispondente periodo dell'anno precedente, in linea con i valori del quarto trimestre 2003.

Fig. D1

TASSI D'INTERESSE UFFICIALI E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO NELL'AREA DELL'EURO

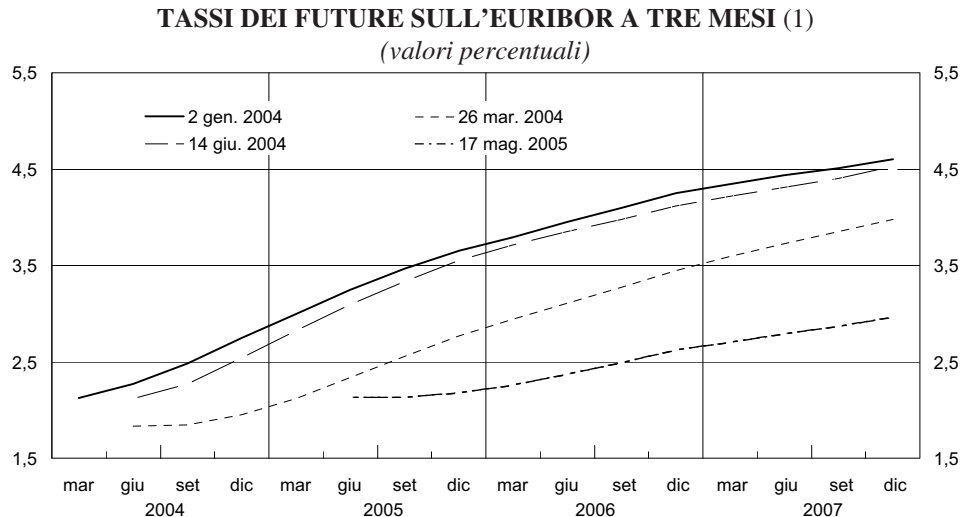
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

Riflettendo l'andamento dei tassi ufficiali, nel corso del 2004 i saggi d'interesse a tre mesi sono rimasti stabili attorno al 2,1 per cento. Le aspettative sull'evoluzione della politica monetaria, desumibili dalla struttura a termine dei rendimenti, hanno riflesso i mutamenti del quadro congiunturale (fig. D2). Nei primi mesi dell'anno la curva dei rendimenti si è progressivamente spostata verso il basso; nella primavera è risalita, seguendo il moderato aumento dei prezzi al consumo provocato dal rincaro dei prodotti petroliferi; essa è tornata ad abbassarsi dalla metà di giugno, per effetto del deterioramento delle prospettive di crescita. Nell'ultima parte dell'anno la debolezza della congiuntura ha determinato un ulteriore spostamento in avanti delle attese di un ritorno a una politica monetaria meno accomodante. Alla fine dell'anno le aspettative indicavano tassi sostanzialmente invariati per tutto il 2005.

Fig. D2



Fonte: Reuters.

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

I rendimenti impliciti nei prezzi dei contratti future sugli eurodepositi a tre mesi riflettono non solo le aspettative sull'andamento futuro dei tassi di interesse del mercato monetario, ma anche i premi per il rischio richiesti dagli investitori. Secondo un'analisi econometrica per i paesi dell'area, negli ultimi tredici anni la differenza tra il rendimento implicito e il tasso d'interesse a pronti successivamente realizzato ("eccesso di rendimento") risulta in media positiva e maggiore per gli orizzonti di previsione più lontani; essa è intorno a 0,25 e 0,7 punti percentuali, rispettivamente, su orizzonti di sei e di dodici mesi. Inoltre, l'eccesso di rendimento varia nel tempo ed è correlato con il ciclo economico. Nelle fasi espansive esso è in media pari a 0,4 e 1,1 punti, rispettivamente, su orizzonti a sei e dodici mesi; in quelle di minore crescita economica si riduce, rispettivamente, a 0,2 e 0,4 punti.

Depurando i rendimenti dei contratti future dalla componente ciclica dell'eccesso di rendimento, stimato in tempo reale sulla base di indicatori congiunturali, si ottengono indicazioni più accurate sull'evoluzione futura dei tassi a breve termine (caratterizzate da un errore quadratico medio inferiore di circa 0,05 e 0,30 punti percentuali, rispettivamente per gli orizzonti a sei e dodici mesi). Alla fine di marzo 2005 i contratti future delineavano, in assenza di correzione, un aumento di 0,25 punti entro il prossimo giugno e di 0,50 entro la fine dell'anno; al netto dell'eccesso di rendimento essi segnalano invece attese di tassi a breve termine stabili per tutto il 2005.

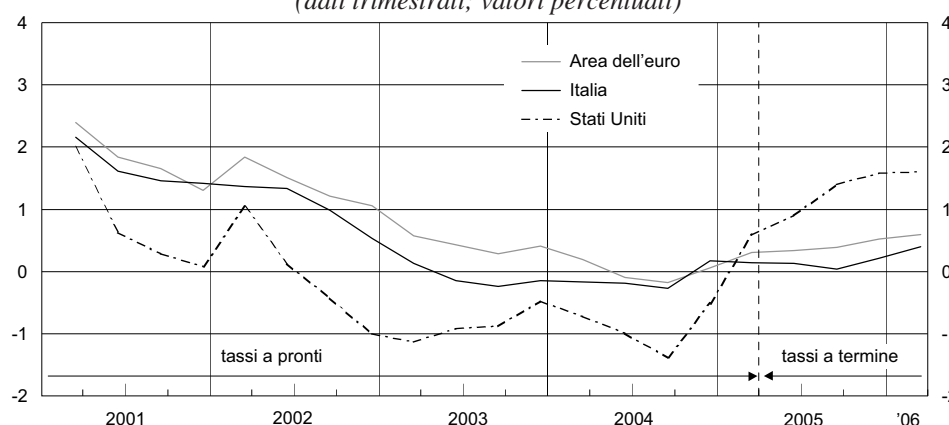
In termini reali, il tasso di interesse a breve termine in euro nei primi tre trimestri del 2004 è diminuito per effetto del moderato aumento delle aspettative d'inflazione (fig. D3), raggiungendo valori lievemente negativi. Successivamente si è riportato su valori pressoché nulli. In Italia si è mantenuto in media poco al di sotto dello zero.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi di interesse a lungo termine si sono ridotti nel corso dell'anno, pur con andamenti alterni. I rendimenti degli swap

d'interesse a dieci anni in euro, in lieve calo nei primi tre mesi, sono risaliti nel secondo trimestre, fino a un massimo del 4,5 per cento in giugno (fig. D1). Dall'estate, con il profilarsi di segni di deterioramento della congiuntura, sono progressivamente diminuiti, attestandosi al 3,8 per cento alla fine del 2004.

Fig. D3

TASSI D'INTERESSE REALI A TRE MESI A PRONTI E A TERMINE (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2005 tassi nominali impliciti nei contratti future rilevati tra la metà di aprile e la metà di maggio), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

Le aspettative di minore crescita nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti si sono riflesse in un aumento del differenziale tra i rendimenti sugli swap d'interesse in dollari e quelli in euro da 0,2 punti percentuali in gennaio a un punto in dicembre.

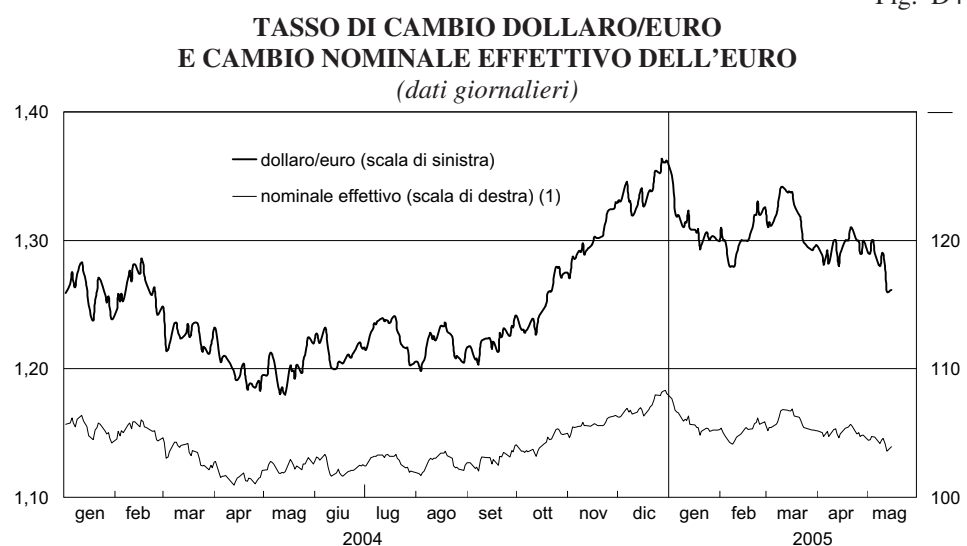
La flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine è stata simile a quella dei corrispondenti tassi nominali. Il rendimento dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area, che alla fine del 2003 si collocava attorno al 2,0 per cento, scendeva all'1,2 per cento alla fine dell'anno.

Dal 2000 al 2004 i rendimenti nominali a lungo termine sui titoli di Stato in euro e in dollari si sono ridotti, rispettivamente, dal 5,7 al 3,7 per cento e dal 6,7 al 4,2. A tale tendenza hanno contribuito il basso livello dell'inflazione e la sua minore variabilità, che hanno contenuto le attese di aumento dei prezzi e il premio per il rischio d'inflazione. I rendimenti sono diminuiti anche in termini reali. Nell'area dell'euro la flessione ha risentito del peggioramento delle prospettive economiche; in questo quinquennio le attese di crescita di lungo periodo desunte dal sondaggio Consensus Forecasts sono scese dal 2,7 al 2,0 per cento. Negli Stati Uniti il calo dei rendimenti, in un quadro di crescita ancora sostenuta, ha verosimilmente riflesso l'aspettativa, diffusa tra gli operatori, che le condizioni monetarie sarebbero state a lungo mantenute accomodanti. Ciò è confermato dal fatto che circa il 40 per cento della riduzione dei rendimenti a lungo termine rispetto alla media del periodo 1995-99 è attribuibile al calo dei tassi sulle scadenze più brevi (fino a due anni), maggiormente influenzate dalla politica monetaria.

Nei primi quattro mesi del 2005 l'evoluzione dei rendimenti in euro a lungo termine ha riflesso segnali contrastanti dal lato della congiuntura; i tassi d'interesse, saliti dalla metà di febbraio alla fine di marzo, sono successivamente diminuiti, attestandosi al 3,4 per cento alla metà di maggio. I tassi hanno registrato un andamento analogo negli Stati Uniti; il differenziale di interesse con l'area è però ulteriormente aumentato (1,1 punti percentuali in maggio), anche per effetto del diffondersi di timori sull'evoluzione dell'inflazione in quel paese.

Il cambio. – Nel corso del 2004 il cambio dell'euro si è rafforzato. L'apprezzamento è stato cospicuo nei confronti del dollaro (7,8 per cento), più modesto rispetto allo yen (3,4 per cento) e sostanzialmente nullo in relazione alla sterlina. Il rafforzamento in termini nominali effettivi è stato del 2,1 per cento (fig. D4).

Fig. D4



Fonte: BCE

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

L'evoluzione del cambio è stata caratterizzata da due fasi. Nella prima parte dell'anno l'euro si è indebolito nei confronti delle principali valute. Al deprezzamento in termini effettivi registrato in questo periodo hanno contribuito, in uguale misura, gli andamenti nei confronti del dollaro, della sterlina inglese e delle valute asiatiche. Tale dinamica avrebbe riflesso un miglioramento della congiuntura internazionale più marcato rispetto a quello dell'area. L'euro è tornato a rafforzarsi nell'ultima parte del 2004. L'apprezzamento è risultato particolarmente accentuato nei confronti del dollaro, che ha risentito dei rinnovati timori degli operatori per la persistenza e l'ampliamento del disavanzo di parte corrente negli Stati Uniti (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*).

Nel 2004 l'apprezzamento dell'euro si è accompagnato ad afflussi netti di capitali per investimenti diretti e di portafoglio pari a 20,7 miliardi di euro (48,8 miliardi nel 2003; cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero dell'Italia*). Il calo rispetto all'anno precedente è il risultato di deflussi netti per investimenti diretti (-47,9 miliardi contro afflussi pari a 5,4 nel 2003), compensati dai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio (68,6 miliardi di euro contro 43,4 nel 2003).

Nella prima parte del 2005 il cambio dell'euro in termini effettivi nominali ha registrato oscillazioni che hanno rispecchiato principalmente le fluttuazioni nei confronti del dollaro; alla metà di maggio esso risultava deprezzato del 3,9 per cento rispetto all'inizio dell'anno. In questo periodo l'andamento della valuta statunitense ha riflesso l'ampliamento del differenziale d'interesse a lungo termine con i rendimenti in euro e la diffusione di dati contrastanti sullo stato della congiuntura di quella economia. In alcune fasi ad accentuare la volatilità del dollaro avrebbero inoltre contribuito le notizie che segnalavano l'intenzione delle banche centrali asiatiche di diversificare la composizione valutaria delle proprie riserve.

La moneta e il credito

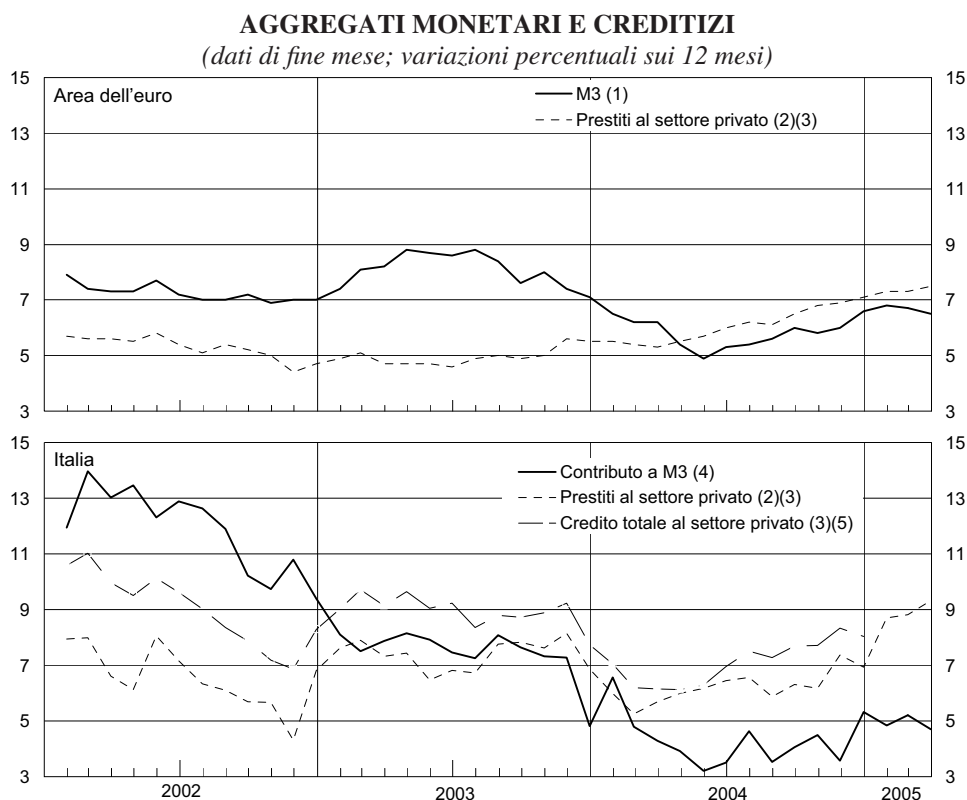
L'area dell'euro. – Nel 2004 la crescita della moneta M3 è proseguita a ritmi inferiori a quelli, elevati, del 2003; alla fase di riduzione registrata sino all'estate è seguita una progressiva ripresa. Il tasso di incremento sui dodici mesi, sceso al 4,9 per cento in maggio, si è collocato in dicembre al 6,6 per cento (fig. D5).

L'andamento della moneta ha riflesso fattori contrastanti. Nella prima parte dell'anno la riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) ha favorito la ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti finanziari a più lungo termine e più rischiosi, con il conseguente rallentamento delle componenti più liquide e delle quote di fondi comuni monetari, in rapida espansione negli anni precedenti. Per contro, la riduzione del differenziale tra il tasso di interesse a lungo termine e quello a breve ha continuato ad alimentare la domanda di strumenti monetari, determinando a partire dall'estate una accelerazione dei depositi a scadenza e dei pronti contro termine.

La prolungata crescita della moneta negli ultimi anni ha determinato un ampio accumulo di attività liquide. Nell'area, il rapporto tra la moneta M3 e il PIL si è portato, alla fine del 2004, all'87 per cento, tredici punti in più rispetto all'avvio della terza fase della UEM nel 1999. L'aumento della liquidità riflette in parte una modifica della struttura dei portafogli delle

famiglie a favore dei fondi comuni monetari, dopo il forte calo delle quotazioni azionarie del 2001. Il grado di liquidità del portafoglio finanziario delle famiglie (espresso dal rapporto tra circolante, depositi a vista, altre forme di deposito e le attività finanziarie lorde totali), pur aumentato negli ultimi anni, non è però particolarmente elevato: sulla base dei conti finanziari, alla fine del 2003 esso si collocava al 33,2 per cento, al di sotto del valore raggiunto alla metà degli anni novanta (39,4 per cento). Nel periodo più recente, a sospendere la dinamica della moneta ha contribuito in misura considerevole l'accelerazione della domanda da parte di soggetti diversi dalle famiglie, in particolare di società finanziarie non bancarie (imprese di assicurazione, fondi pensione, fondi comuni, società di leasing, di factoring e società veicolo di cartolarizzazione).

Fig. D5



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). – (3) Il settore privato comprende famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. – (4) Non comprende il circolante. – (5) Comprende, oltre ai prestiti erogati dalle IFM, le obbligazioni sull'interno e i finanziamenti dall'estero.

Tra il 1998 e il 2004 il rapporto tra la moneta M3 e il PIL è aumentato al ritmo medio annuo del 2,7 per cento, di gran lunga superiore a quanto registrato tra il 1980 e il 1998 (0,4 per cento circa); una scomposizione settoriale della domanda di attività monetarie mostra che la crescita del rapporto tra M3 e PIL ha coinciso con una riduzione del peso dei depositi delle famiglie e un aumento di quello delle società finanziarie non

bancarie. Si può stimare che la quota di strumenti monetari detenuta dalle famiglie si è ridotta di oltre cinque punti percentuali tra il 1998 e il 2004, mentre quella delle società finanziarie non bancarie è aumentata di circa sei. I depositi di questi intermediari sono stati la componente più dinamica tra le attività monetarie, con un tasso di crescita annuo intorno al 10 per cento; tale andamento ha contribuito per oltre un terzo all'espansione del rapporto tra la moneta M3 e il PIL.

La crescita del circolante nel 2004 è rimasta sostenuta, pari al 17,0 per cento sui dodici mesi a dicembre, proseguendo nella tendenza in atto dall'introduzione del contante in euro (gennaio 2002). Alla fine dell'anno la consistenza di biglietti e monete superava di circa il 17 per cento quella implicita nella tendenza di lungo periodo (stimata dal 1980).

La domanda di circolante in euro da parte di soggetti non residenti nell'area (soprattutto residenti nei paesi di più recente adesione alla UE e in altri paesi dell'Europa dell'Est) potrebbe avere determinato un innalzamento strutturale nella domanda di banconote rispetto al passato. Dalle statistiche disponibili si può evincere che la componente estera della domanda di circolante è aumentata dal 9 per cento del 2003 al 10-15 per cento nel 2004.

Nel 2004 il valore delle banconote in circolazione è passato da 436 a 501 miliardi di euro. Nell'ultimo biennio l'aumento della consistenza di biglietti è attribuibile soprattutto a banconote di taglio molto elevato: per circa la metà è dovuto a quella da 500 euro, mentre il contributo dei tagli più piccoli (5, 10 e 20 euro) è pressoché nullo. La domanda di banconote di taglio elevato riflette verosimilmente un accresciuto utilizzo dell'euro come riserva di valore piuttosto che una domanda per le transazioni al dettaglio. Questa ipotesi è avvalorata dall'assenza di stagionalità nella circolazione dei tagli da 200 e 500 euro, presente invece nei biglietti più piccoli.

Il basso livello dei tassi di interesse sui finanziamenti bancari ha favorito un graduale aumento della crescita dei prestiti al settore privato nell'area dell'euro (dal 5,5 per cento di dicembre 2003 al 7,1 per cento nello stesso mese del 2004; cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*).

L'Italia. – La componente italiana della M3, al netto del circolante, ha rallentato nel primo trimestre, per poi crescere a un ritmo relativamente stabile. In dicembre la crescita sui dodici mesi si è collocata al 5,3 per cento. L'andamento ha riflesso l'aumento dei depositi bancari, a fronte di una riduzione delle quote di fondi comuni monetari.

La domanda di circolante in Italia non è più direttamente misurabile dopo l'introduzione delle banconote e monete in euro. Un ordine di grandezza approssimativo può essere ottenuto cumulando, dal gennaio 2002, i flussi di banconote in euro emesse dalle Filiali

della Banca d'Italia, al netto di quelle ritirate; il valore così ottenuto non tiene conto delle banconote trasferite al di fuori dei confini nazionali o affluite dall'estero. L'andamento di questo indicatore risulta sostanzialmente in linea con quello del circolante dell'area. Nel 2004 l'espansione è rimasta elevata (13,6 per cento contro 19,7 nel 2003). Come nel resto dell'area, gran parte della crescita deriva dai tagli più elevati; vi hanno concorso per circa la metà i biglietti da 100 e 500 euro, mentre il contributo di quelli più piccoli (da 5, 10 e 20 euro) è risultato lievemente negativo. Ciò indica che anche nel nostro paese una parte significativa dell'espansione del circolante è motivata dalla domanda di riserva di valore. In particolare, si registra una correlazione positiva tra il peso delle banconote di taglio elevato nelle emissioni complessive e la quota delle unità di lavoro irregolari sul totale delle unità rilevate dall'Istat a livello regionale.

La crescita del credito al settore privato è lievemente aumentata (dal 7,0 per cento sui dodici mesi in gennaio all'8,0 in dicembre; tavv. D1 e aD7). Ciò ha riflesso soprattutto l'accelerazione dei prestiti bancari (dal 6,0 al 6,9 per cento) e dei finanziamenti dall'estero (dal 2,6 al 7,0 per cento); le emissioni di obbligazioni sull'interno hanno continuato a crescere a ritmi cospicui.

Tav. D1

CREDITO IN ITALIA (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

Periodo	Credito totale (2)				
	di cui: al settore privato (3)				Dall'estero
		Prestiti bancari	Obbligazioni sull'interno		
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>					
2002 – dic.	5,5	8,3	6,8	39,9	8,9
2003 – dic.	5,1	7,7	6,9	45,6	2,7
2004 – gen.	4,9	7,0	6,0	45,4	2,6
feb.	4,7	6,2	5,3	43,0	1,4
mar.	4,7	6,2	5,7	36,6	0,6
apr.	4,5	6,1	6,0	29,1	0,8
mag.	4,9	6,3	6,2	28,7	1,0
giu.	5,2	7,0	6,4	38,4	0,7
lug.	5,4	7,5	6,6	33,0	4,2
ago.	5,3	7,3	5,9	33,9	5,6
set.	5,4	7,7	6,3	34,8	5,8
ott.	4,9	7,7	6,2	35,2	6,3
nov.	5,2	8,3	7,4	30,3	5,5
dic.	5,4	8,0	6,9	25,5	7,0
2005 – gen.	(6,1)	(9,8)	8,7	....	....
feb.	(5,7)	(9,0)	8,8	....	....
mar.	(6,1)	(9,8)	9,3	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2004 – dic.	100,0	50,5	38,5	3,4	8,6

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti; i valori in parentesi sono stimati. – (2) Somma del debito delle Amministrazioni pubbliche e del credito totale al settore privato. – (3) Residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche e da IFM: famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie. Corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC.

La gestione della politica monetaria nell'area dell'euro

Nel marzo 2004 sono entrate in vigore diverse modifiche all'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Modifiche all'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema* in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Le innovazioni rispondono all'esigenza di evitare che, in presenza di aspettative di riduzione imminente dei tassi ufficiali di riferimento, si determini una domanda di liquidità in asta inferiore a quella offerta (*underbidding*), come più volte avvenuto nel 2003, con conseguenti indesiderate oscillazioni dei rendimenti a brevissimo termine.

L'inizio del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (in precedenza il giorno 24 di ciascun mese) è stato spostato, facendolo coincidere con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione di inizio mese del Consiglio direttivo, in cui si decide l'orientamento della politica monetaria. La decorrenza delle variazioni dei tassi ufficiali (in precedenza fissata nel giorno successivo alla riunione del Consiglio) è stata spostata alla stessa data. Inoltre, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali è stata ridotta da quattordici a sette giorni; poiché queste operazioni hanno luogo ogni settimana quest'ultima modifica evita la sovrapposizione di due di esse. Questi provvedimenti impediscono che le condizioni di finanziamento possano variare nel corso di uno stesso periodo di mantenimento, eliminando l'incentivo all'underbidding. La BCE ha infine deciso di comunicare al mercato con maggiore frequenza le previsioni sul valore medio dei fattori autonomi (banconote in circolazione, depositi delle Amministrazioni pubbliche e attività nette sull'estero) e l'importo di riferimento delle operazioni di rifinanziamento principali. Ciò ha ulteriormente ridotto la possibilità di underbidding. Le controparti hanno rapidamente adeguato il proprio comportamento in asta al forte incremento degli importi medi di aggiudicazione risultante dalla diminuzione della durata delle operazioni. La necessità di stanziare un più elevato valore di attività come garanzia non ha ostacolato il ricorso alle operazioni.

Nel 2004 la liquidità media giornaliera fornita dall'Eurosistema attraverso le operazioni di rifinanziamento principali è salita a 242 miliardi di euro (198 nel 2003; tav. D2). La crescita ha riflesso la dinamica dei fattori autonomi di utilizzo della base monetaria, in particolare il cospicuo aumento della domanda di circolante. Le riserve in eccesso sono risultate pari in media allo 0,48 per cento della riserva obbligatoria nell'area e allo 0,40 per cento in Italia. Il rapporto tra quantità assegnata e domandata in asta è, in media, leggermente aumentato (79,8 per cento dal 74,4 nel 2003).

La quota assegnata in asta alle controparti italiane è cresciuta (5,9 per cento del totale dei fondi offerti, dal 4,0 nel 2003): vi avrebbe contribuito l'ampliarsi del differenziale tra tasso overnight (Eonia) e tasso medio di aggiudicazione sulle operazioni di rifinanziamento principali (pari a 5,3 centesimi nel 2004 contro 0,3 nell'anno precedente). Negli ultimi anni la domanda in asta degli intermediari italiani è risultata strettamente connessa

INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO*(dati medi per il periodo indicato)*

Voci	2002	2003	2004	1° gen. - 10 mag. 2005
Operazioni di rifinanziamento principali				
Volumi (mld. euro) (1)				
Area dell'euro	132,0	197,5	241,6	275,5
Italia	7,9	8,0	14,2	17,5
Quota Italia (2)	6,1	4,0	5,9	6,3
Offerta/domanda (3)	59,3	74,4	79,8	82,7
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	307	267	339	340
Italia	18	14	17	18
Differenziale Eonia (4).....	9,0	11,3	6,4	6,8
Volatilità del differenziale Eonia (5)	13,0	15,3	9,1	2,8
Riserve in eccesso (6)				
Area dell'euro	0,61	0,52	0,48	0,55
Italia	0,43	0,44	0,40	0,39
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine				
Volumi (mld. euro) (7)				
Area dell'euro	54,8	45,0	70,2	83,5
Italia .....	..	0,1	0,5	0,9
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	186	130	159	151
Italia	3	1	2	2
Operazioni su iniziativa delle controparti (8)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,22	0,21	0,16	0,11
Italia	0,04	0,03	0,04	..
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,16	0,18	0,14	0,07
Italia	0,08	0,05	0,05	0,03

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

con questo differenziale, che misura la convenienza relativa dell'approvvigionamento in asta rispetto a quello sul mercato interbancario.

Il numero medio dei partecipanti alle aste nel corso del 2004 è cresciuto, rispetto all'anno precedente, sia nell'area (da 267 a 339) sia in Italia (da 14 a 17). Tale aumento può aver risentito, oltre che della maggiore convenienza a partecipare all'asta, della minore durata delle operazioni di rifinanziamento principali (da due a una settimana), che richiede agli operatori che preferiscono rifinanziarsi in asta in maniera continuativa di partecipare a ogni operazione.

Nel 2004 i tassi di interesse a brevissimo termine si sono allineati a quelli sulle operazioni di politica monetaria. Lo scarto medio tra il tasso Eonia e il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali si è ridotto a 6 centesimi in valore assoluto (11 nel 2003); rispetto all'anno precedente è diminuita anche la volatilità, da 15 a 9 centesimi. A ciò ha contribuito il prevalere di condizioni ordinate di liquidità alla fine del periodo di mantenimento, anche in seguito a più frequenti operazioni di *fine-tuning*.

Nel nuovo assetto operativo l'ultima operazione di rifinanziamento ha luogo otto giorni prima della chiusura del periodo di mantenimento (in precedenza tale intervallo era variabile e in media pari a cinque giorni). La necessità di prevedere il fabbisogno di liquidità per un orizzonte temporale più lungo aumenta la possibilità di sviluppi imprevisti nella dinamica dei fattori autonomi. Nella seconda parte dell'anno, l'emergere di squilibri di liquidità alla fine del periodo ha indotto la BCE a intervenire più frequentemente con operazioni di fine-tuning. Dal maggio 2004 la BCE ha condotto sei operazioni di questa natura, tre delle quali volte a immettere liquidità nel sistema, le rimanenti ad assorbirla.

In seguito alle accresciute necessità di liquidità da parte del sistema bancario dell'area dell'euro, l'ammontare di fondi distribuiti mediante ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine è stato aumentato da 15 a 25 miliardi di euro nel gennaio 2004 e a 30 miliardi all'inizio del 2005. La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti attraverso tali operazioni nel corso del 2004 è conseguentemente cresciuta (70 miliardi di euro contro 45 nel 2003). In media hanno partecipato a queste operazioni 159 banche dell'area (130 nel 2003). Il ricorso da parte delle banche italiane al finanziamento a lungo termine è risultato pressoché nullo, come negli anni precedenti; ciò riflette anche la più pronunciata variabilità del loro fabbisogno di liquidità che rende preferibile il finanziamento a breve termine.

Nel 2004 il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti nell'area è stato complessivamente limitato; le consistenze del rifinanziamento marginale e dei depositi overnight sono state, rispettivamente, pari in media allo 0,16 e allo 0,14 per cento dell'obbligo di riserva. In Italia l'utilizzo di tali operazioni è risultato ancora più contenuto, pari rispettivamente allo 0,04 e allo 0,05 per cento dell'obbligo di riserva.

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

In presenza di un aumento dei consumi più contenuto di quello del reddito disponibile, nel 2004 il flusso di risparmio finanziario delle famiglie italiane è lievemente salito, al 5,5 per cento del PIL (dal 5,3 del 2003; tav. D3). Negli ultimi due anni il rapporto tra risparmio finanziario e prodotto si è mantenuto al di sotto dei valori registrati nel biennio precedente, riflettendo principalmente l'accresciuta preferenza accordata dalle famiglie all'investimento in abitazioni.

Tav. D3

SALDI FINANZIARI DELL'ITALIA (1) (milioni di euro e valori percentuali)

Settori	2001	2002	2003	2004
Famiglie	101.001	89.979	68.815	73.716
di cui: <i>con l'estero</i>	22.005	-9.980	2.000	1.195
Società non finanziarie	-32.549	-43.078	-23.617	-7.494
di cui: <i>con l'estero</i>	7.532	5.010	22.058	13.549
Amministrazioni pubbliche	-38.875	-38.238	-39.081	-41.365
di cui: <i>con l'estero</i>	-10.820	-25.062	-61.365	-11.934
Istituzioni finanziarie monetarie	-8.965	9.938	34.391	20.171
di cui: <i>con l'estero</i>	-23.469	40.008	-20.182	31.202
Altri intermediari finanziari (2)	-14.209	-28.820	-37.654	-33.725
di cui: <i>con l'estero</i>	-2.737	-29.169	25.107	-52.421
Imprese di assicurazione (3)	-8.707	-3.161	-21.894	-24.518
di cui: <i>con l'estero</i>	5.184	5.813	13.341	5.193
Resto del mondo	2.305	13.381	19.041	13.216
	<i>In percentuale del PIL</i>			
Famiglie	8,3	7,1	5,3	5,5
Società non finanziarie	-2,7	-3,4	-1,8	-0,6
Amministrazioni pubbliche	-3,2	-3,0	-3,0	-3,1
Società finanziarie (4)	-2,6	-1,7	-1,9	-2,8
Resto del mondo	0,2	1,1	1,5	1,0
	<i>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)</i>			
Famiglie	6,0	5,0	3,2	3,6
Società non finanziarie	-1,7	-2,5	-0,8	0,3
Amministrazioni pubbliche	-1,1	-1,1	-1,2	-1,5

(1) Per la definizione della 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) Include anche gli ausiliari finanziari. – (3) Include anche i fondi pensione. – (4) Istituzioni finanziarie monetarie, altri intermediari finanziari e imprese di assicurazione. – (5) Nel calcolo della correzione per l'inflazione sono considerati soltanto gli strumenti finanziari denominati in valuta nazionale, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

La ricomposizione del portafoglio finanziario delle famiglie a favore di strumenti caratterizzati da bassa rischiosità, iniziata nel 2000 in seguito all'avvio della tendenza decrescente dei valori di borsa, è proseguita, rafforzandosi. È aumentato il flusso di depositi e di obbligazioni bancarie ed è ripreso l'investimento in titoli pubblici, a fronte di cessioni nette di quote di fondi comuni e di azioni. L'indebitamento delle famiglie, principalmente finalizzato all'acquisto di abitazioni, ha accelerato per il terzo anno consecutivo. Permane basso nel confronto internazionale: il rapporto tra le attività e le passività finanziarie delle famiglie italiane è pari a 6,5, contro meno di 4 nell'area dell'euro.

La redditività operativa delle imprese non finanziarie in rapporto al valore aggiunto è rimasta stabile, su livelli contenuti rispetto alla seconda metà degli anni novanta. Gli oneri finanziari sono ulteriormente diminuiti per effetto sia della riduzione dei tassi di interesse sia dell'allungamento della scadenza media del debito, determinando una crescita dell'autofinanziamento. La quota degli investimenti finanziati con fonti interne è aumentata; il fabbisogno finanziario è diminuito. Il leverage (rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto ai valori di mercato) è sceso dal 43,3 al 41,8 per cento, valore inferiore di sette punti alla media degli anni novanta.

Negli ultimi anni il grado di dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese è aumentato: al miglioramento registrato dalla media non ha fatto riscontro un'analogha tendenza per le aziende caratterizzate da maggiore peso del debito o degli oneri finanziari.

Alla fine del 2004 la consistenza lorda delle attività finanziarie complessive del Paese era pari a 9.600 miliardi (il doppio di quella del 1995) e a 7,1 volte il PIL. L'incremento rispetto alla metà dello scorso decennio è dovuto per più di tre quarti alla formazione di nuove attività e per il resto all'aumento di valore dei titoli, in particolare delle azioni e partecipazioni.

È nel contempo aumentata l'integrazione del nostro paese con i mercati finanziari internazionali; nell'ultimo decennio la quota delle attività finanziarie e quella delle passività nei confronti dei non residenti sono entrambe cresciute di circa tre punti percentuali, rispettivamente al 14 e 15 per cento.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2004 il flusso del risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le imprese individuali fino a 5 addetti e le istituzioni sociali private) è lievemente aumentato, al 5,5 per

cento del PIL, pari a 74 miliardi (69 miliardi nel 2003; tav. D4). Al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette (1,9 per cento del PIL) il risparmio finanziario è stato pari al 3,6 per cento del prodotto (3,2 nel 2003).

Tav. D4

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2004	Composizione percentuale		2003	2004
		Dicembre 2003	Dicembre 2004		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	513.961	16,5	16,2	35.245	32.475
di cui: <i>depositi</i>	447.223	14,6	14,1	25.780	23.058
Altri depositi	308.164	10,2	9,7	5.016	14.913
<i>bancari</i>	83.530	3,1	2,6	-10.502	-1.960
<i>postali</i>	224.634	7,1	7,1	15.517	16.873
Titoli a breve termine	13.358	0,2	0,4	-26.523	6.032
Titoli a medio e a lungo termine	597.193	18,5	18,9	29.804	40.183
di cui: <i>pubblici</i>	210.690	6,6	6,7	-11.856	11.172
<i>di imprese</i>	48.769	1,5	1,5	20.294	-6.302
<i>bancari</i>	337.734	10,3	10,7	21.365	35.313
Quote di fondi comuni	303.012	11,2	9,6	16.311	-15.494
Azioni e partecipazioni	686.779	19,9	21,7	-6.616	-9.709
Attività sull'estero	206.779	6,9	6,5	2.000	1.195
di cui: <i>depositi</i>	1.360	0,2	0,0	-6.479	-5.329
<i>titoli a breve termine</i>	335	0,0	0,0	-90	50
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> ..	88.103	3,1	2,8	5.148	-2.044
<i>azioni e partecipazioni</i>	76.727	2,5	2,4	-71	534
<i>quote di fondi comuni</i>	40.254	1,1	1,3	3.493	7.984
Riserve per premi di assicurazione (2)...	522.256	16,0	16,5	54.988	54.814
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	310.795	9,3	9,8	43.544	40.806
Altre attività (3)	15.831	0,5	0,5	-235	-135
Totale attività ...	3.167.333	100,0	100,0	109.990	124.274
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (4)	52.490	12,1	10,7	-1.204	-1.124
di cui: <i>bancari</i>	51.528	11,9	10,5	-1.368	-1.015
Debiti a medio e a lungo termine (5)	327.294	64,3	66,9	34.274	45.831
di cui: <i>bancari</i>	299.545	58,3	61,2	31.248	43.466
Altre passività finanziarie (6)	109.741	23,5	22,4	8.104	5.852
Totale passività ...	489.525	100,0	100,0	41.174	50.559
SALDO	2.677.808			68.816	73.715

(1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a cinque addetti. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (3) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (5) Includono anche finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (6) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Nel 2003 il risparmio finanziario delle famiglie dell'area dell'euro si era collocato al 4,1 per cento del PIL, 0,6 punti in meno dell'anno precedente. Nei paesi anglosassoni, invece, l'aumento dell'indebitamento superava ancora il flusso di nuove attività finanziarie, proseguendo una tendenza in atto dal 1998 nel Regno Unito e dal 1999 negli Stati Uniti.

Nell'anno, l'incremento della consistenza delle attività finanziarie nette delle famiglie in Italia è stato cospicuo, dell'8,3 per cento, riconducibile per oltre la metà al maggior valore delle azioni e partecipazioni in portafoglio. La ricchezza finanziaria delle famiglie, al netto delle passività, nel 2003 era pari a circa 2,7 volte il reddito disponibile in Italia e nel Regno Unito, a 2,1 volte nel complesso dei paesi dell'area dell'euro e a 3 negli Stati Uniti.

Nel confronto internazionale anche la ricchezza complessiva netta delle famiglie italiane (che comprende attività reali e finanziarie) è elevata in rapporto al reddito disponibile. Nel 2002, secondo dati pubblicati dall'OCSE, essa era pari a oltre otto volte il reddito in Italia, dove è particolarmente alta l'incidenza delle attività reali (69 per cento del totale), contro cinque volte negli Stati Uniti, paese in cui invece prevale la componente finanziaria (54 per cento). In Francia e nel Regno Unito, dove la composizione della ricchezza delle famiglie è più simile a quella dell'Italia, il rapporto era pari rispettivamente a sei e a sette. In Germania la ricchezza complessiva netta era inferiore a cinque volte il reddito disponibile.

Le attività finanziarie. – Nel 2004 le famiglie hanno orientato gli investimenti finanziari verso strumenti caratterizzati da bassa rischiosità. Tra le attività sull'interno, hanno accresciuto il flusso dei depositi bancari e postali (38 miliardi) e quello delle obbligazioni bancarie (35 miliardi, contro 21 nel 2003; tav. D4); hanno inoltre effettuato acquisti netti di titoli pubblici (17 miliardi, contro cessioni per 38 nel 2003) e di prodotti assicurativi e previdenziali. Nel complesso, gli investimenti in depositi, obbligazioni bancarie e titoli pubblici italiani hanno rappresentato il 73 per cento del flusso di attività finanziarie, un valore notevolmente superiore alla media dell'ultimo decennio. Le famiglie hanno invece ceduto obbligazioni emesse da imprese, azioni e partecipazioni e quote di fondi comuni per complessivi 32 miliardi (contro acquisti netti per 30 nel 2003). Il peso di azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni italiani sulla consistenza delle attività finanziarie è rimasto invariato, al 31 per cento.

È diminuito, a 1,2 miliardi, il flusso del risparmio finanziario investito in attività estere. Le famiglie hanno acquistato quote di fondi comuni esteri per 8 miliardi (3,5 nel 2003), ma hanno ridotto l'ammontare dei depositi e dei titoli a medio e a lungo termine. Nel complesso la quota di attività finanziarie estere sul totale è lievemente diminuita, al 6,5 per cento.

La composizione del portafoglio delle famiglie italiane, che negli anni novanta si caratterizzava per l'elevato peso del circolante, dei depositi e dei titoli pubblici, si è gradualmente avvicinata a quella degli altri paesi dell'area dell'euro. Tra il 1995 e il

2003 l'incidenza dei depositi e dei titoli obbligazionari detenuti direttamente è diminuita di venti punti percentuali (tav. D5). Il peso delle azioni e delle quote di fondi comuni è invece cresciuto, portandosi al di sopra della media dei paesi dell'area già dal 1998. Si è registrato un incremento delle attività verso società di assicurazione e fondi pensione, il cui peso rimane però inferiore alla media dell'area.

Tav. D5

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE (1)
(dati di fine periodo)

Paesi e anni	Circolante e depositi	Obbligazioni	Azioni (2) e quote di fondi comuni	Altre attività (3)	Per memoria:		
					Attività finanziarie	Passività finanziarie	di cui: debiti finanziari
	<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>		
Francia							
1995	36,0	5,1	34,1	24,8	1,63	0,42	0,36
2000	27,3	1,9	43,4	27,4	2,17	0,46	0,37
2003	30,1	1,7	34,5	33,6	1,97	0,49	0,40
Germania							
1995	41,8	12,9	18,1	27,2	1,50	0,64	0,63
2000	34,0	10,0	27,0	29,1	1,79	0,74	0,73
2003	35,7	11,3	21,9	31,1	1,84	0,73	0,72
Italia							
1995	41,7	27,4	19,4	11,5	1,78	0,23	0,19
2000	24,5	18,4	44,5	12,6	2,37	0,30	0,23
2003	26,9	21,8	34,7	16,6	2,24	0,34	0,26
Spagna							
1996	46,7	3,3	34,1	14,9	1,51	0,43	0,33
2000	39,6	2,6	40,4	17,4	1,86	0,61	0,51
2003	40,6	2,8	37,6	18,9	1,78	0,72	0,64
Area dell'euro							
1995	39,4	13,4	23,4	23,8	1,59	0,46	0,42
2000	29,8	9,2	35,6	25,4	2,00	0,55	0,50
2003	33,2	10,3	28,0	28,4	1,91	0,59	0,54
Regno Unito							
1995	24,0	2,1	19,4	54,5	2,73	0,74	0,67
2000	20,3	1,3	22,5	55,9	3,33	0,78	0,72
2003	27,0	1,4	15,2	56,4	2,72	0,97	0,88
Stati Uniti (4)							
1995	13,7	9,1	46,8	30,4	2,91	0,69	0,66
2000	10,3	7,8	52,4	29,6	3,43	0,75	0,72
2003	13,0	7,5	49,3	30,2	3,10	0,87	0,84

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Banca centrale europea per l'area dell'euro; Office for National Statistics, *United Kingdom National Accounts*, *The Blue Book* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti.

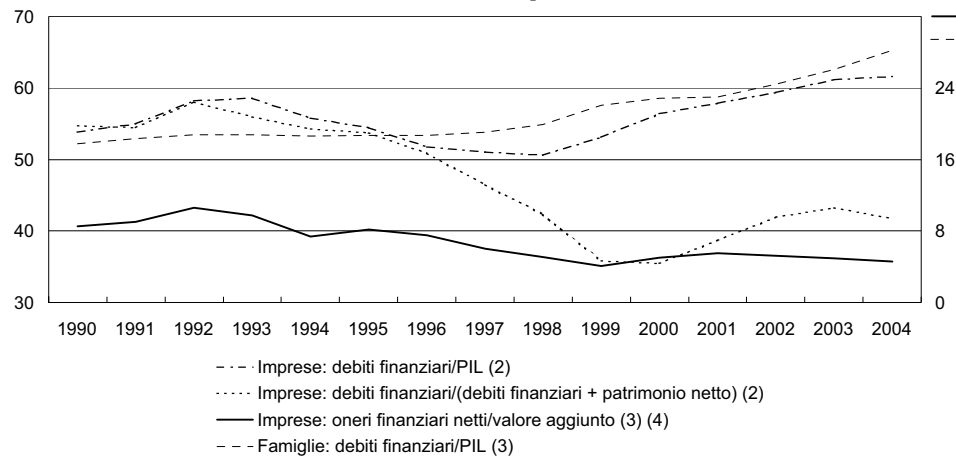
(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. - (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.

Resta ampia la differenza nella composizione delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro, da un lato, e di quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti, dall'altro. Nel 2003, nell'area il circolante, i depositi e i titoli di debito rappresentavano una quota pari al 44 per cento delle attività finanziarie, molto al di sopra dello stesso aggregato nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Azioni e quote di fondi comuni rappresentavano il 28 per cento nell'area, contro il 49 per cento circa per le famiglie americane. La rimanente parte della ricchezza finanziaria delle famiglie dell'area era costituita prevalentemente da prodotti assicurativi e previdenziali, la cui incidenza è cresciuta nell'ultimo decennio, pur rimanendo ancora molto inferiore al valore registrato nel Regno Unito (dove supera il 50 per cento).

Le passività finanziarie. – Nel 2004 i debiti finanziari delle famiglie sono cresciuti del 12,4 per cento (10,2 nel 2003), raggiungendo i 380 miliardi. L'espansione si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, sospinta dalla elevata domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Nonostante il forte aumento degli ultimi anni, l'indebitamento delle famiglie italiane è ancora contenuto rispetto agli altri paesi industriali: il rapporto tra debiti finanziari e PIL è pari al 28 per cento (fig. D6), contro il 54 nell'area dell'euro e oltre l'80 per cento negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Fig. D6

**INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE
E DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE (1)**
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: per il PIL e il valore aggiunto, Istat.

(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. – (2) Scala di sinistra. Il patrimonio netto è ai valori di mercato. – (3) Scala di destra. – (4) Gli oneri finanziari netti sono stimati. Il valore aggiunto per il 2004 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

Tra i debiti delle famiglie italiane, i prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni sono saliti nell'ultimo decennio dal 5 al 14 per cento del PIL; questo valore si confronta con il 34 per cento nell'area dell'euro e il 64 per cento negli Stati Uniti alla fine dello scorso anno.

Le caratteristiche prevalenti dei contratti di mutuo differiscono tra paesi quanto a durata media (che varia da meno di 20 anni per alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, a circa 30 per i paesi scandinavi e gli Stati Uniti), possibilità di rinegoziare le condizioni inizialmente pattuite e modalità di determinazione del tasso d'interesse (fisso o variabile). Il mercato italiano si caratterizza per l'elevato peso delle erogazioni a tasso variabile, pari all'87 per cento dei nuovi contratti, contro una media del 54 per cento per l'area dell'euro.

Secondo analisi empiriche, la differenza nel costo delle prime rate influenza in maniera considerevole la scelta delle famiglie italiane tra un contratto di mutuo a tasso fisso e uno a tasso variabile. Inoltre, i mutui a tasso variabile sono meno frequenti nel Mezzogiorno rispetto al Nord del paese e tra le persone con minor grado di istruzione, presumibilmente caratterizzate da una maggiore avversione al rischio. I mutui a tasso variabile sono invece relativamente più frequenti tra le famiglie mononucleari e tra quelle che vivono in comuni di maggiori dimensioni; ciò potrebbe riflettere una maggiore mobilità del debitore e quindi un orizzonte temporale più breve, in quanto un eventuale cambiamento di abitazione potrebbe determinare l'estinzione o la rinegoziazione del mutuo prima di una variazione dei tassi.

Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese

Redditività e autofinanziamento. – La debolezza dell'attività economica si è riflessa sulla redditività operativa delle imprese. Nel 2004 il margine operativo lordo (MOL) è stato pari al 35 per cento del valore aggiunto, al di sotto di quanto osservato in media nella seconda metà degli anni novanta (circa 37 per cento). La riduzione dei tassi di interesse e l'allungamento della scadenza media del debito hanno determinato una ulteriore flessione, al 4,6 per cento, degli oneri finanziari in rapporto al valore aggiunto (fig. D6) e un aumento dell'autofinanziamento (al 14 per cento del valore aggiunto, contro il 13,1 nel 2003). In presenza di un moderato aumento degli investimenti fissi lordi e delle scorte, la quota degli investimenti coperta con fondi generati all'interno delle imprese è cresciuta, al 68,3 per cento (fig. D7). Il fabbisogno delle imprese italiane è diminuito a 7,5 miliardi (23,6 nel 2003; tav. D6).

L'ultima indagine della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti indica per il 2004 un lieve peggioramento della redditività. La percentuale di aziende che prevedeva di chiudere l'anno in utile è diminuita di un punto, al 62 per cento. Per le imprese di maggiore dimensione sembra invece emergere un miglioramento della redditività: la quota di società con almeno 500 addetti che prevedevano di conseguire utili è aumentata al 71 per cento, dal 67 del 2003; quelle che prevedevano una perdita sono il 20 per cento (22 nell'anno precedente).

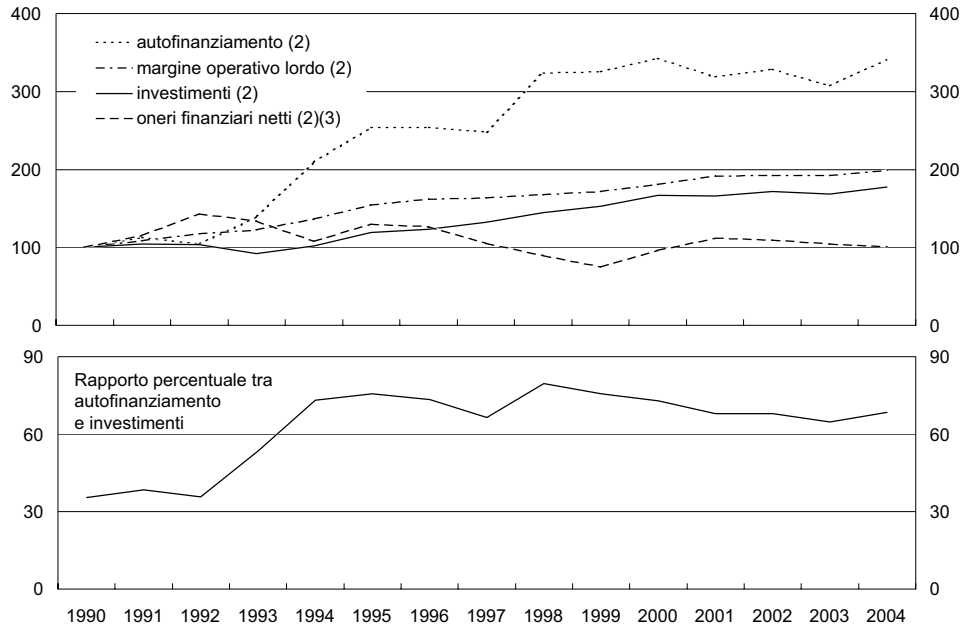
ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE ITALIANE (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2004	Composizione percentuale		2003	2004
		Dicembre 2003	Dicembre 2004		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	135.054	10,9	11,5	8.554	15.082
Altri depositi	11.597	0,9	1,0	1.213	1.928
di cui: <i>bancari</i>	10.580	0,8	0,9	1.078	2.080
Titoli a breve termine	258	0,0	0,0	-882	-506
Titoli a medio e a lungo termine	38.135	2,4	3,2	-6.417	11.310
di cui: <i>pubblici</i>	10.996	1,0	0,9	-7.430	601
<i>di imprese</i>	14.552	0,5	1,2	221	9.418
Azioni e partecipazioni	405.265	35,2	34,4	20.106	3.266
Quote di fondi comuni	4.214	0,4	0,4	227	-215
Crediti commerciali	260.813	23,6	22,1	576	623
Altre attività finanziarie (2)	45.812	4,2	3,9	-1.707	571
Attività sull'estero	277.668	22,4	23,6	17.799	28.017
di cui: <i>depositi</i>	6.723	0,6	0,6	1.616	183
<i>crediti commerciali</i>	57.970	5,1	4,9	-268	1.358
<i>crediti finanziari a breve termine</i> ..	48.339	2,3	4,1	5.316	23.824
<i>titoli</i>	17.772	1,7	1,5	2.113	-902
<i>azioni e partecipazioni</i>	137.691	11,8	11,7	8.595	3.206
Totale attività ...	1.178.816	100,0	100,0	39.468	60.076
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	2.135.447	89,4	88,9	67.344	53.101
Debiti a breve termine (3).....	311.268	14,0	13,0	-3.217	-2.801
di cui: <i>bancari</i>	280.870	12,6	11,7	-3.086	-2.844
Debiti a medio e a lungo termine (4)	398.144	16,4	16,6	48.220	37.244
di cui: <i>bancari</i>	328.700	13,2	13,7	44.906	35.896
Titoli.....	42.895	1,7	1,8	12.333	11.299
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	33.536	1,5	1,4	10.489	7.660
Azioni e partecipazioni	1.000.513	40,5	41,6	2.426	189
Debiti commerciali	266.136	11,8	11,1	588	635
Altre passività finanziarie (5)	116.491	4,9	4,8	6.994	6.535
Passività sull'estero	267.916	10,6	11,1	-4.259	14.468
di cui: <i>debiti commerciali</i>	25.499	1,1	1,1	-374	166
<i>debiti finanziari</i>	79.480	3,4	3,3	-6.440	3.084
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i>	16.148	0,6	0,7	-4.921	2.423
<i>azioni e partecipazioni</i>	159.528	6,0	6,6	4.510	12.892
Totale passività ...	2.403.363	100,0	100,0	63.085	67.569
SALDO	-1.224.547			-23.617	-7.493

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Fig. D7

**FORMAZIONE DEL FABBISOGNO FINANZIARIO
DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE (1)**
(dati annuali)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

(1) Stima basata sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1990-2003. I dati del 2004 sono stimati sulla base della contabilità nazionale annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Indici: 1990=100. – (3) Gli oneri finanziari netti sono stimati.

Per le società quotate che compongono l'indice S&P/MIB della Borsa Italiana (normalmente di grande dimensione e rappresentative all'incirca dell'80 per cento della capitalizzazione di borsa di tutte le imprese non finanziarie), nel 2004 la redditività è migliorata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; sia il rapporto tra il margine operativo netto e il capitale investito, sia il ROE sono aumentati di circa tre punti percentuali, rispettivamente al 14 e all'11 per cento.

L'indebitamento. – Nel 2004 le imprese hanno aumentato i debiti finanziari di 49 miliardi. L'espansione si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, nella forma sia di prestiti sia di emissioni obbligazionarie, componente che ha raggiunto il 55 per cento della consistenza dei debiti finanziari, dal 52 nel 2003.

In rapporto al PIL, la consistenza dei debiti finanziari è lievemente cresciuta, dal 61,2 al 61,6 per cento. Tra il 1995 e il 2003 questo rapporto è aumentato in misura più sostenuta nell'area dell'euro (dal 57,4 al 79,3 per cento; tav. D7) rispetto all'Italia (dal 54,4 al 61,2 per cento), anche in ragione della maggiore rilevanza delle operazioni di fusione e acquisi-

zione finanziate con debiti. Negli Stati Uniti, dove il rapporto tra debiti e prodotto è aumentato di undici punti percentuali, le operazioni di concentrazione sono state invece finanziate per lo più tramite scambi azionari.

Il leverage è diminuito al 41,8 per cento dal 43,3 (fig. D6), riflettendo anche il buon andamento della borsa, che ha determinato una rivalutazione del patrimonio azionario.

Tav. D7

COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE (1)
(dati di fine periodo)

Paesi e anni	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	di cui: debiti finanziari	Attività finanziarie
	<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>		
Francia							
1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,14	0,72	1,63
2000	4,7	17,1	66,9	11,3	3,79	0,83	2,17
2003	6,6	24,4	54,8	14,2	3,11	0,96	1,97
Germania							
1995	2,8	40,4	43,8	13,0	1,14	0,49	0,69
2000	1,5	34,9	51,8	11,9	1,78	0,65	1,12
2003	3,0	39,2	44,4	13,4	1,55	0,66	0,91
Italia							
1995	1,4	40,3	35,9	22,4	1,31	0,54	0,64
2000	1,1	29,1	54,8	15,0	1,88	0,56	1,02
2003	2,6	33,1	46,5	17,8	1,72	0,61	0,85
Spagna							
1996	2,5	22,8	47,1	27,6	1,94	0,49	1,10
2000	1,0	22,6	52,3	24,2	2,90	0,68	1,81
2003	0,6	27,9	47,0	24,6	3,02	0,86	1,92
Area dell'euro							
1995	3,5	34,8	44,0	17,7	1,50	0,57	0,86
2000	2,7	26,8	57,7	12,7	2,43	0,72	1,45
2003	3,9	32,8	48,5	14,8	2,16	0,79	1,32
Regno Unito							
1995	6,2	23,1	62,5	8,1	2,18	0,64	0,79
2000	7,9	21,3	65,9	4,8	3,00	0,88	1,28
2003	10,8	30,5	53,3	5,3	2,42	1,00	1,29
Stati Uniti (4)							
1995	9,4	14,2	56,7	19,7	2,36	0,56	0,75
2000	8,9	12,8	58,4	19,9	3,05	0,66	1,15
2003	10,6	14,7	53,3	21,4	2,67	0,67	1,13

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Banca centrale europea per l'area dell'euro; Office for National Statistics, *United Kingdom National Accounts*, *The Blue Book* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. - (4) Dati riferiti al settore *Nonfinancial Business*.

Rispetto al 1995 il leverage delle imprese italiane è sceso di dieci punti percentuali, collocandosi nel 2003 su livelli analoghi a quelli del complesso dell'area dell'euro. Anche la composizione dei debiti finanziari delle nostre imprese si è avvicinata a quella dell'area; in particolare, è aumentato dal 3 al 7 per cento il peso delle obbligazioni (è rimasto stabile intorno al 10 per cento per l'area). Per le imprese del Regno Unito e degli Stati Uniti, che operano in sistemi finanziari più orientati alla raccolta diretta di fondi da parte degli emittenti, il peso della componente obbligazionaria è molto più elevato (rispettivamente 26 e 42 per cento). In Italia nel periodo considerato è cresciuta inoltre la componente a medio e a lungo termine dei debiti finanziari, dal 42 al 52 per cento del totale, a fronte di un'incidenza mantenutasi intorno al 67 per cento per le imprese dell'area.

La raccolta di capitale di rischio. – Le società italiane quotate hanno raccolto capitale di rischio per meno di 1 miliardo. Le imprese hanno incrementato nel complesso il patrimonio di 13 miliardi.

Tra il 1995 e il 2003 le emissioni nette di azioni e partecipazioni da parte delle imprese italiane sono state pari in media al 2 per cento del PIL all'anno, contro il 3,4 delle aziende dell'area dell'euro. Le imprese statunitensi hanno invece effettuato rimborsi netti agli azionisti, sotto forma principalmente di riacquisto di azioni, per l'1,5 per cento del PIL all'anno.

Secondo i dati diffusi dall'Associazione italiana del private equity e venture capital, nel 2004 gli investimenti effettuati in Italia da società di venture capital sono diminuiti a 1,5 miliardi (da 3 nel 2003). Anche la raccolta di queste società è leggermente diminuita (a 1,7 miliardi da 1,9); in particolare si è ridotta la quota di raccolta proveniente dalle banche, mentre è raddoppiata quella proveniente dai fondi pensione, che rappresenta attualmente il 20 per cento del totale.

La raccolta delle società di venture capital è scesa anche per il complesso dei paesi dell'area dell'euro, da 27 a 25 miliardi. Nell'area gli investimenti sono invece cresciuti da 28 a 31 miliardi; sono rimasti stabili a 17 miliardi di euro negli Stati Uniti.

Nel 2004, in Italia, tra gli investimenti effettuati dalle società di venture capital si è ridotto il peso delle acquisizioni di imprese (buy out), che continuano però ad assorbire più della metà dei fondi. È invece aumentata la quota degli investimenti destinati alla fase di sviluppo delle imprese partecipate. È rimasto contenuto l'ammontare di risorse investito in settori ad alta tecnologia.

Dall'analisi di un campione di circa 200 imprese italiane dell'industria e dei servizi partecipate da società di venture capital emerge che gli interventi di queste società riguardano prevalentemente aziende che per la loro natura incontrano ostacoli nel reperire fondi esterni, ossia aziende giovani, di piccola e media dimensione, con un peso contenuto delle attività utilizzabili come garanzia di prestiti; inoltre, tali interventi si rivolgono frequentemente a imprese che operano in settori innovativi o a quelle in rapida espansione, alle quali la società di venture capital offre presumibilmente anche servizi di consulenza. L'analisi suggerisce, infine, che il finanziamento sotto forma di venture capital contribuisce a riequilibrare la situazione finanziaria, favorendo una riallocazione dei debiti verso le scadenze a più lungo termine e un aumento dei margini di disponibilità sulle linee di credito accordate dalle banche.

I debiti commerciali. – Nel 2004 i debiti commerciali, interni ed esteri, sono aumentati in Italia di quasi 1 miliardo (tav. D6); alla fine dell'anno la loro consistenza era pari al 12,2 per cento del totale delle passività finanziarie delle imprese.

La citata indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti rileva per il 2004 una lieve diminuzione (dal 24 al 23 per cento) dei crediti commerciali in rapporto al fatturato. Le dilazioni di pagamento hanno una durata media di 91 giorni e prevedono un costo esplicito nell'11 per cento dei casi (13 per cento nel 2003). È lievemente diminuita l'incidenza dei crediti riscossi oltre la scadenza (dal 32 al 30 per cento); il ritardo medio è passato da 45 a 44 giorni.

Le attività finanziarie e le operazioni di fusione e di acquisizione. – Nel 2004 le azioni e le partecipazioni detenute dalle imprese hanno registrato una crescita contenuta, pari a 6,5 miliardi, contro 28,7 nel 2003. Questa dinamica più moderata riflette, in parte, la minore rilevanza dell'attività di finanza straordinaria in Italia.

Come nell'anno precedente, nei principali paesi, nel 2004 si è registrato un aumento del numero di operazioni di fusione e di acquisizione, sospinte dal rialzo dei corsi azionari. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le più importanti operazioni, il numero complessivo delle fusioni e delle acquisizioni di interessi di maggioranza di società non finanziarie è stato pari a 7.246 (il 12 per cento in più rispetto al 2003) per un controvalore di 567 miliardi di euro (il 51 per cento in più rispetto all'anno precedente). Le operazioni che hanno avuto per oggetto imprese degli Stati Uniti e dell'area dell'euro sono state rispettivamente 1.437 e 1.047 (1.281 e 1.104 nel 2003); il loro valore è aumentato rispettivamente da 156 a 256 e da 47 a 91 miliardi. È in aumento anche il numero di operazioni aventi per oggetto imprese cinesi; nel 2004 ne sono state effettuate 684 per un controvalore di 6,4 miliardi di euro.

In Italia, invece, nel 2004 sono diminuiti sia il numero sia il valore delle operazioni, rispettivamente da 137 a 128 e da 9,4 a 2,6 miliardi. Circa la metà delle acquisizioni, in termini di valore, ha avuto come controparte altre aziende italiane; il 22 per cento è stato invece acquistato da imprese residenti negli altri paesi dell'area dell'euro. Le imprese non finanziarie italiane hanno effettuato acquisizioni per 1,5 miliardi, principalmente riguardanti aziende di paesi dell'Europa centrale e orientale.

Nel 2004 tra le attività finanziarie delle imprese italiane è ulteriormente aumentato il peso della componente costituita da biglietti, depositi e titoli di debito, complessivamente pari al 17,8 per cento (16,5 nel 2003).

Le condizioni finanziarie delle imprese italiane

Indebitamento e profitti nel medio periodo. – I dati delle imprese non finanziarie censite nella Centrale dei bilanci (un campione di circa 40.000

aziende, maggiormente rappresentativo di quelle di media e grande dimensione) indicano che nel triennio 2001-03 la redditività operativa e gli utili delle imprese sono diminuiti rispetto al periodo 1995-2000.

Il margine operativo lordo (MOL) è sceso all'8 per cento dell'attivo di bilancio, dal 9 del triennio precedente (tav. D8). È risultata più ampia la diminuzione degli utili netti in rapporto al patrimonio (ROE), scesi in media al 4 per cento nel 2001-03 da valori prossimi all'8 nei due trienni precedenti; vi hanno contribuito le ingenti svalutazioni di partecipazioni effettuate dalle aziende in seguito al calo dei corsi azionari. Alla diminuzione della redditività nel triennio 2001-03 si è associato il calo dell'autofinanziamento.

Data la debole dinamica degli investimenti e il decremento degli oneri finanziari, negli ultimi tre anni il peggioramento della redditività non ha avuto ripercussioni negative sulla condizione finanziaria media delle imprese, rimasta sostanzialmente stabile rispetto al triennio precedente. Il leverage (calcolato valutando il patrimonio netto al valore contabile) si è collocato intorno al 50 per cento, un valore di poco inferiore rispetto al periodo precedente. Il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari lordi, un indicatore della capacità di fare fronte all'onere del debito con le risorse interne, è lievemente diminuito, rimanendo però su livelli superiori a quelli della prima metà degli anni novanta.

È aumentata la quota dei debiti finanziari a medio e a lungo termine (39 per cento, rispetto al 37 del triennio precedente); l'incremento, favorito in primo luogo dal livello contenuto dei tassi di interesse, è anche ascrivibile a operazioni di ristrutturazione del debito da parte di grandi imprese.

Analisi condotte per il periodo 1993-2000 sulle sole imprese industriali censite dalla Centrale dei bilanci indicano che in questo periodo la quota di debiti finanziari a lunga scadenza era maggiore per le aziende meno rischiose, ossia quelle più grandi, operanti da più lungo tempo, meno indebitate, con maggiore capacità di fornire garanzie e con una bassa variabilità dei risultati economici. Nei confronti di queste imprese i finanziatori sarebbero più propensi a erogare prestiti a lunga scadenza, rinunciando alle frequenti revisioni delle condizioni contrattuali che generalmente caratterizzano i finanziamenti in conto corrente.

L'andamento della redditività e delle condizioni finanziarie è differenziato tra settori. Nel periodo 2001-03 il calo degli utili rispetto al triennio precedente è stato più pronunciato nell'industria manifatturiera e nei comparti dei servizi ad alto contenuto tecnologico (quali le telecomunicazioni e l'informatica). In questi comparti si è anche registrato un peggioramento degli indicatori finanziari, peraltro riconducibile in parte a operazioni di riassetto societario di alcuni grandi gruppi del settore delle telecomunicazioni, la cui situazione finanziaria rimane tuttavia migliore della media. L'edilizia è l'unico settore in cui la redditività è crescente nel triennio: il buon anda-

mento del comparto residenziale ha sostenuto gli utili delle imprese, consentendo un significativo miglioramento delle condizioni finanziarie, che rimangono tuttavia meno favorevoli rispetto alla media del campione.

Tav. D8

REDDITIVITÀ E INDEBITAMENTO
DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE (1)
(valori percentuali)

Settori e anni	Totale campione				Peggior 25 per cento (2)			
	MOL / Attivo (3)	ROE (4)	Leverage (5)	Autofinanziamento / Oneri finanziari	MOL / Attivo (3)	ROE (4)	Leverage (5)	Autofinanziamento / Oneri finanziari
Totale								
1995-1997	10,4	7,4	54,5	170,3	-0,3	-19,7	90,5	-93,1
1998-2000	9,2	8,4	51,9	251,9	-1,3	-20,0	90,8	-141,5
2001-2003	8,1	3,9	50,1	223,4	-2,1	-23,6	90,3	-269,9
Industria in senso stretto								
1995-1997	11,1	7,9	52,2	176,7	1,6	-17,0	87,7	-78,8
1998-2000	10,1	8,1	49,1	260,9	0,9	-16,5	88,3	-104,4
2001-2003	8,9	4,2	46,7	239,2	-0,4	-23,5	87,3	-240,7
di cui: <i>Produzioni ad alto contenuto tecnologico</i>								
1995-1997	8,0	-1,8	48,7	94,8	-0,2	-26,7	85,5	-100,2
1998-2000	9,3	6,0	48,2	216,0	-0,1	-27,3	90,5	-217,7
2001-2003	8,7	4,6	47,5	232,3	-1,4	-38,5	90,0	-506,2
<i>Produzioni tradizionali</i>								
1995-1997	11,4	8,5	56,2	152,5	2,1	-13,8	88,1	-71,1
1998-2000	10,2	7,5	55,8	218,4	1,3	-15,1	88,4	-81,6
2001-2003	9,2	4,9	53,5	227,4	0,3	-18,6	88,2	-141,6
Costruzioni								
1995-1997	3,9	-1,3	72,4	27,1	-2,5	-41,1	100,4	-94,8
1998-2000	3,8	3,0	74,0	74,5	-1,2	-20,4	96,2	-108,7
2001-2003	4,5	5,8	65,5	143,7	-0,4	-9,2	96,5	-177,7
Servizi								
1995-1997	10,4	7,5	56,4	194,6	-3,5	-25,4	93,3	-130,9
1998-2000	9,0	9,7	53,3	278,5	-5,0	-27,8	93,4	-228,7
2001-2003	7,6	3,4	52,8	215,6	-4,7	-27,5	93,6	-348,4
<i>Servizi ad alto contenuto tecnologico</i>								
1995-1997	17,8	10,0	43,6	514,7	-4,9	-39,0	94,4	-250,0
1998-2000	14,8	11,8	40,8	594,5	-10,0	-52,4	93,0	-698,8
2001-2003	11,7	0,4	48,1	247,2	-6,2	-45,6	95,6	-695,5
<i>Servizi tradizionali</i>								
1995-1997	7,4	5,9	61,8	114,0	-3,1	-22,2	93,2	-111,6
1998-2000	6,5	8,3	59,5	202,2	-3,4	-18,4	93,6	-129,1
2001-2003	5,5	5,8	55,9	193,9	-4,2	-16,5	92,6	-243,6

Fonte: Centrale dei bilanci

(1) Valori di bilancio; medie ponderate per il denominatore di ciascun rapporto. I dati per il totale delle imprese comprendono anche le informazioni relative al settore agricolo. Per la classificazione dei settori, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Il peggiore 25 per cento delle imprese del campione è calcolato con riferimento a ogni indicatore e a ogni settore di attività. - (3) Il MOL, margine operativo lordo, è pari alla differenza tra valore aggiunto e costo del lavoro. - (4) Rapporto tra risultato d'esercizio e patrimonio netto. Gli utili sono al lordo di ammortamenti anticipati e di altre rettifiche e rivalutazioni. - (5) Rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto.

Nel triennio 2001-03 la diminuzione degli utili nelle imprese con meno di 200 addetti è stata più contenuta rispetto alla media del campione. Inoltre, benché le condizioni finanziarie di queste imprese continuino a risultare meno favorevoli, nell'ultimo triennio il loro leverage è diminuito in misura più ampia e il grado di copertura degli oneri finanziari è lievemente migliorato.

La dispersione delle condizioni finanziarie tra imprese. – La dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese attorno ai valori medi è ampia anche all'interno del medesimo settore di attività economica ed è aumentata rispetto alla metà degli anni novanta. Da allora, a fronte di un forte miglioramento del valore medio del leverage e del grado di copertura degli oneri finanziari, sono peggiorate le condizioni finanziarie delle imprese appartenenti, in ciascun anno, al 25 per cento del campione caratterizzato dai valori meno favorevoli relativamente a ciascuno degli indicatori considerati. Nel triennio 2001-03 il leverage di queste aziende è rimasto elevato, di poco inferiore al 90 per cento, mentre il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari è significativamente diminuito (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie delle imprese nel periodo 1990-2003*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

L'aumento della dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese è stato significativo in tutti i comparti dell'industria manifatturiera e ha interessato anche il settore delle costruzioni, per il quale si è registrata la migliore evoluzione degli indici di redditività e di indebitamento. Nel settore del terziario avanzato la dispersione della situazione finanziaria delle imprese si è invece ridotta.

Redditività e condizioni finanziarie nel confronto internazionale. – In base alle informazioni disponibili fino al 2003 sui bilanci di un campione di imprese europee industriali e di servizi di media e grande dimensione, l'andamento della redditività delle imprese italiane negli ultimi anni non è dissimile da quello delle aziende di Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. In tutti questi paesi, rispetto al precedente triennio, nel 2001-03 si è osservata una riduzione dei profitti in rapporto al patrimonio; il calo è stato più accentuato nel Regno Unito (dal 12 al 7 per cento) e in Italia (dal 9 al 5 per cento), dove il livello dell'indicatore nel periodo più recente è più contenuto rispetto agli altri paesi. Il debito delle imprese in rapporto al fatturato è diminuito in Italia e in Francia, mentre è aumentato in Spagna e nel Regno Unito.

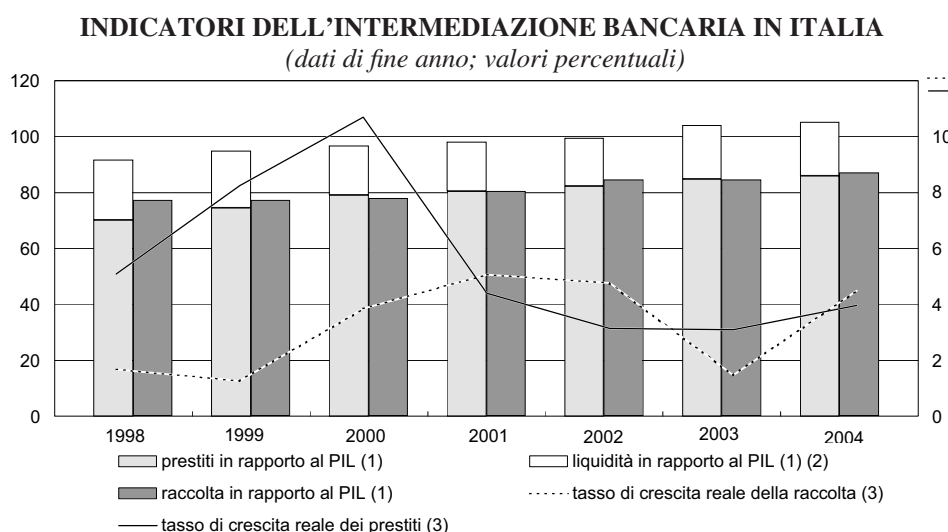
Un'analisi condotta su un campione di imprese operanti nei paesi dell'area dell'euro e nel Regno Unito nel periodo 1994-2003 mostra che nelle imprese piccole o giovani (verosimilmente meno trasparenti per i finanziatori esterni), in quelle con una scarsa

dotazione di attività da offrire a garanzia del debito e in quelle con una struttura finanziaria meno favorevole (con debiti e oneri finanziari elevati rispetto alle attività e alla produzione) gli investimenti sono maggiormente condizionati dalla disponibilità di risorse generate all'interno. Le differenze tra paesi appaiono in parte collegate a caratteristiche istituzionali: la dipendenza dall'autofinanziamento è infatti più accentuata nei paesi in cui gli ordinamenti nazionali tutelano in maniera meno efficace gli interessi dei finanziatori esterni (creditori o azionisti di minoranza) rispetto a quelli degli azionisti di controllo o degli amministratori.

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

Nel 2004 la crescita dei prestiti erogati dalle banche italiane si è mantenuta elevata, soprattutto per effetto dell'espansione dei finanziamenti connessi con il mercato immobiliare. Il rapporto tra credito e PIL è salito di 1,3 punti percentuali, all'86,0 per cento (fig. D8).

Fig. D8



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(1) Scala di sinistra. Il valore del PIL si riferisce all'intero anno. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Cassa e titoli. – (3) Sull'anno precedente. Scala di destra. Le consistenze sono state deflazionate utilizzando il deflatore del PIL.

La moderata dinamica dell'attività produttiva ha frenato la domanda di credito da parte delle imprese, in particolare quelle manifatturiere; è rimasta sostenuta la crescita dei prestiti bancari alle società di costruzioni e di servizi. L'espansione dei finanziamenti è stata maggiore per le imprese del Mezzogiorno. Il credito alle famiglie ha continuato a crescere rapidamente, per finanziare l'acquisto di immobili e di beni di consumo. La quota dei prestiti a medio e a lungo termine alla clientela ordinaria è ulteriormente aumentata, al 60 per cento del totale.

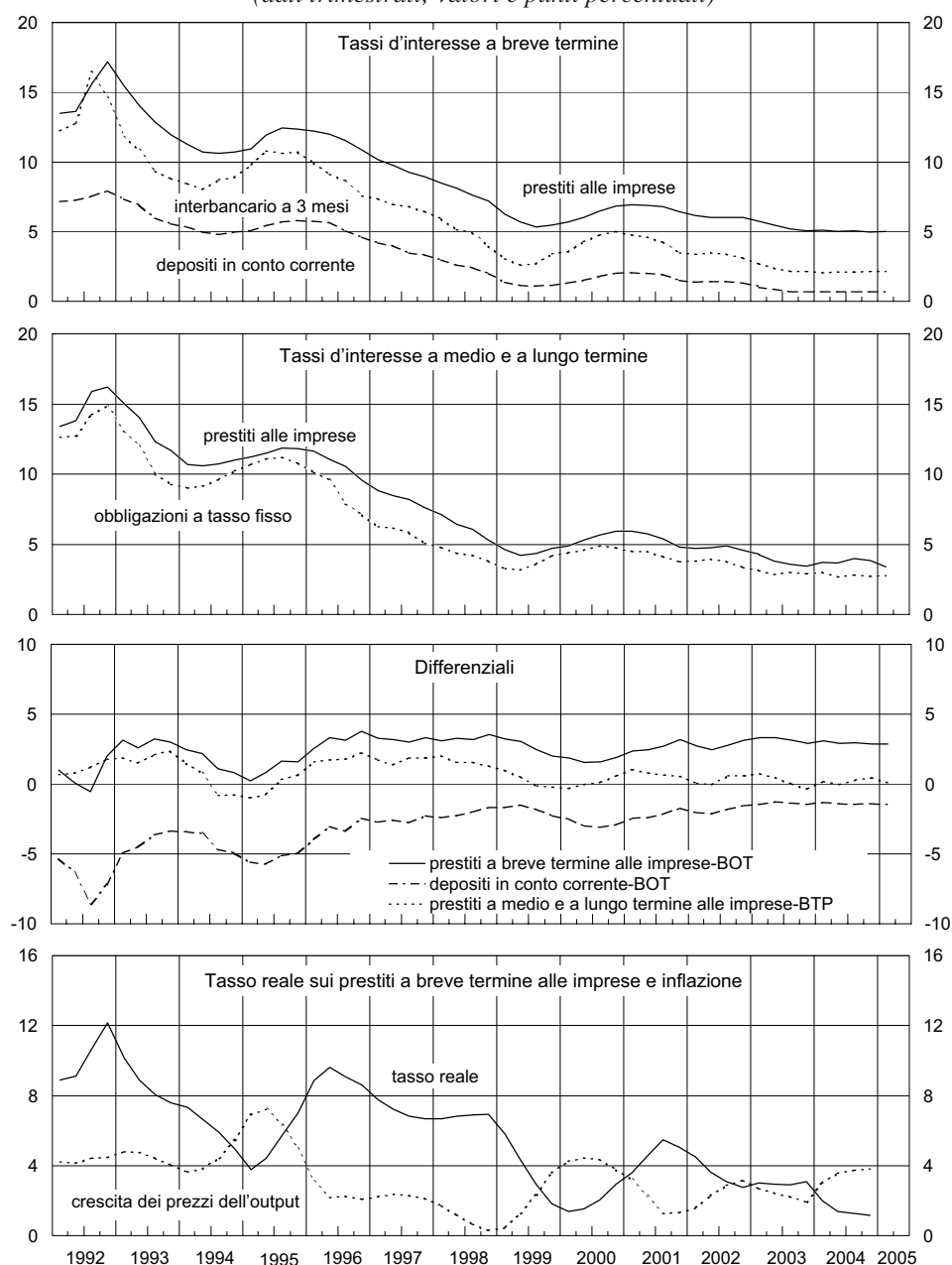
Le banche hanno mantenuto condizioni di offerta distese, pur con una maggiore prudenza nella valutazione delle domande di finanziamento da parte di aziende operanti in alcuni settori di attività economica. Il tasso di interesse reale sui prestiti a breve termine alle imprese ha continuato a ridursi (fig. D9). La qualità degli attivi bancari non ha mostrato di risentire

della protratta debolezza dell'economia: il rapporto tra il flusso dei crediti iscritti a sofferenza e il totale dei finanziamenti si è lievemente ridotto, in tutte le aree del Paese.

Fig. D9

TASSI D'INTERESSE BANCARI E DIFFERENZIALI CON I RENDIMENTI DEI TITOLI PUBBLICI IN ITALIA (1)

(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(1) Il rendimento dei BTP è relativo a quelli con vita residua superiore a 1 anno scambiati in borsa. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La raccolta sull'interno è cresciuta a un ritmo sostenuto, soprattutto nella componente obbligazionaria (tav. D9). È diminuito l'indebitamento netto delle banche sull'estero, prevalentemente nei confronti di operatori residenti in altri paesi dell'area dell'euro; l'esposizione al rischio di cambio è rimasta modesta.

La redditività bancaria è aumentata: il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è salito al 9,5 per cento (7,2 nel 2003). Il miglioramento è ascrivibile soprattutto alla rilevante riduzione delle rettifiche di valore su crediti, dopo il forte aumento nel 2003 in conseguenza del dissesto del gruppo Parmalat. Il sistema bancario ha rafforzato la dotazione patrimoniale.

Tav. D9

RACCOLTA E PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

Periodo	Raccolta							Prestiti
	Depositi						Obbligazioni (2)	
	di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali							
	Conti correnti	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine				
Area dell'euro (3)								
2003 – dic.	6,2	5,5	8,0	1,7	8,4	-4,4	7,5	5,1
2004 – mar.	6,4	5,0	9,4	0,1	6,7	-1,4	9,1	5,0
giu.	6,4	4,7	7,7	0,7	6,5	1,8	9,8	5,7
set.	7,3	5,4	8,0	2,1	6,3	2,7	11,0	6,0
dic.	7,8	6,0	6,5	4,9	6,4	9,8	11,3	6,3
2005 – mar.	7,6	6,0	7,7	5,8	5,8	3,7	10,5	6,6
Italia (4)								
2003 – dic.	4,4	2,2	5,9	-10,2	5,1	-15,7	8,6	6,7
2004 – mar.	5,7	3,4	7,8	-7,8	5,6	-18,0	10,0	5,7
giu.	5,6	3,2	6,5	-8,8	5,4	-12,7	10,0	6,1
set.	6,6	3,5	6,6	-9,1	4,9	-9,3	12,1	6,1
dic.	7,2	5,1	6,2	-4,0	4,7	4,7	10,8	6,7
2005 – mar.	7,5	5,2	6,0	-2,0	4,2	6,0	11,5	8,9

(1) Dati di fine periodo. I dati di marzo 2005 sono provvisori. 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. I dati sono coerenti con quelli pubblicati nel *Bollettino mensile* della BCE. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Valore complessivo dei titoli di debito, inclusi quelli di mercato monetario. Per convenzione essi vengono attribuiti interamente ai residenti dell'area. – (3) Raccolta e prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nell'area diversa dalle IFM. – (4) Raccolta e prestiti delle banche nei confronti della clientela residente in Italia diversa dalle IFM.

I prestiti

Il credito bancario nel 2004 è aumentato del 6,7 per cento, come nell'anno precedente (tav. D10 e fig. D10). La crescita si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, in ragione del forte sviluppo dei prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e della ricomposizione dell'indebitamento delle imprese verso le scadenze più lontane; i crediti a breve termine hanno continuato a ridursi.

PRINCIPALI VOCI DI BILANCIO DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(dati di fine periodo)

Voci	Variazioni percentuali								Consistenze (milioni di euro)
	Sui 12 mesi			Sul trimestre precedente in ragione d'anno (2)					
	Dic. 2003	Dic. 2004	Mar. 2005	2004				2005	Dicembre 2004
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	
Attività									
Titoli	4,2	-2,8	1,7	-13,6	6,6	4,1	-5,2	1,8	177.086
di cui: titoli di Stato	-4,0	-12,4	-4,6	-27,1	-2,5	-6,2	-10,0	0,8	95.074
Prestiti	6,7	6,7	8,9	4,2	7,4	6,4	9,3	12,5	1.160.293
di cui (3):									
a breve termine (a)	-2,0	-3,8	-0,3	-6,6	-0,8	-1,3	-5,8	7,2	436.493
a medio e a lungo termine (b)	13,6	13,8	14,5	13,6	12,3	12,3	17,0	16,3	659.720
(a)+(b)	6,2	6,0	8,2	4,4	6,6	6,5	7,2	12,7	1.096.212
pronti contro termine (4)	-1,2	88,5	471,1	-96,2	67,2	-67,9	::	222,0	5.238
sofferenze (5)	10,6	6,0	3,9	6,6	9,1	5,6	2,7	-1,5	54.314
Per memoria:									
sofferenze nette	7,9	-1,2	1,9	-16,4	2,4	3,9	6,8	-12,6	22.561
Attività sull'estero	1,3	10,8	6,6	11,9	-14,1	23,9	26,5	-4,0	241.783
Passività									
Raccolta sull'interno (6)	4,4	7,2	7,5	9,8	5,8	7,6	7,4	9,5	1.175.708
Depositi	2,2	5,1	5,2	8,8	4,5	5,1	4,8	6,6	732.714
di cui (7):									
in conto corrente	5,9	6,2	6,0	14,9	5,7	6,8	2,0	9,8	546.142
con durata prestabilita	-10,2	-4,0	-2,0	-9,3	-3,5	-9,8	7,7	-1,7	41.213
rimborsabili con preavviso	5,1	4,7	4,2	8,4	4,0	4,1	2,7	6,3	67.889
pronti contro termine	-15,7	4,7	6,0	-17,7	0,6	3,3	34,1	-10,5	70.248
Obbligazioni (6)	8,6	10,8	11,5	11,5	8,1	11,8	11,8	14,2	442.994
Passività sull'estero	11,2	3,8	5,0	20,4	-8,8	-8,4	15,4	26,3	296.555

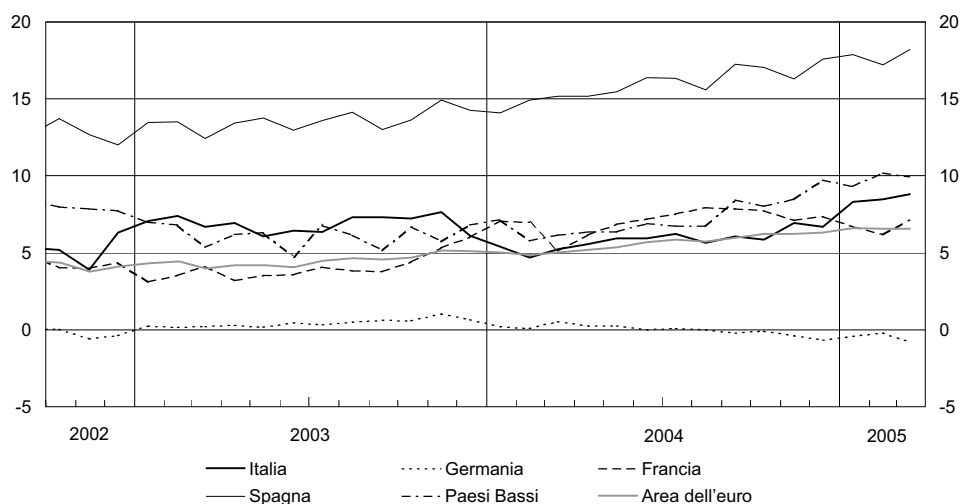
(1) I dati di marzo 2005 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. Cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. – (2) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minore rilievo. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a 18 mesi. – (4) Il dato relativo al IV trimestre del 2004 non è riportato in quanto statisticamente non significativo. – (5) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (6) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. – (7) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

I prestiti alle imprese. – Il tasso di crescita dei finanziamenti alle imprese è sceso al 3,5 per cento dal 6,3 del 2003 (tav. D11). La decelerazione è attribuibile in larga misura alla moderata dinamica degli investimenti e all'aumento dell'autofinanziamento. Nel primo trimestre del 2005 i crediti sono tornati ad accelerare, in connessione con operazioni di finanza straordinaria effettuate da alcune grandi aziende.

Nel 2004, sulla base delle statistiche armonizzate, che includono tra i prestiti anche quelli in sofferenza e i pronti contro termine, la crescita del credito alle società non finanziarie in Italia è stata in linea con quella media dell'area dell'euro (fig. D11). Alla fine dell'anno, il rapporto tra i finanziamenti bancari alle imprese e il PIL in Italia era pari al 45,1 per cento (41,7 per l'area; tav. D12); esso risultava inferiore al valore della Spagna (56,3 per cento) e a quello dei Paesi Bassi (46,0), superiore a quello di Germania (33,7) e Francia (32,9).

Fig. D10

**PRESTITI DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE
NELL'AREA DELL'EURO (1)**
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema), nei confronti della clientela residente nel paese diversa dalle IFM. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

I prestiti concessi alle imprese manifatturiere hanno registrato un calo (-0,4 per cento), accentuato nel comparto tessile, dell'abbigliamento e dei mezzi di trasporto, dove si è avuta una flessione della produzione, e dei prodotti chimici. Si è invece mantenuta elevata la crescita dei finanziamenti alle società di costruzione e alle imprese operanti nel comparto dei servizi, soprattutto quelli legati al settore immobiliare.

Nel quadriennio 2001-04, caratterizzato da una debole crescita dell'economia, i prestiti al complesso delle imprese (società non finanziarie e famiglie produttrici) sono rimasti pressoché invariati in rapporto al totale dei finanziamenti bancari (al 60 per cento), ma hanno registrato un significativo mutamento di composizione. Si è ridotto il peso dei prestiti concessi al settore manifatturiero (dal 36 al 30 per cento dei crediti complessivamente erogati alle imprese); è cresciuto quello dei finanziamenti ai comparti delle costruzioni (dall'11 al 12 per cento) e dei servizi (dal 43 al 48).

Il credito bancario è diminuito nei comparti dell'industria manifatturiera, dove si è riscontrato anche un calo del valore aggiunto. I finanziamenti alle imprese del tessile-abbigliamento, dei mezzi di trasporto e della chimica si sono ridotti nel quadriennio a un tasso medio annuo dell'1,3, 1,5 e 1,8, rispettivamente.

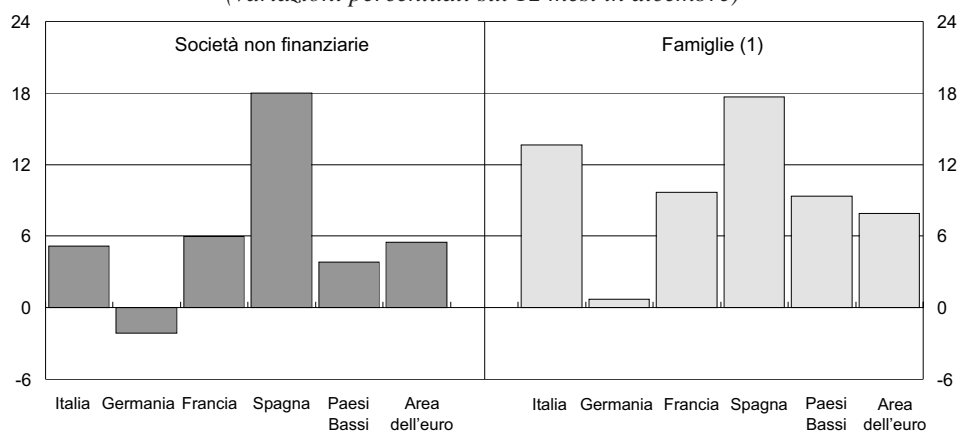
Nel periodo 2001-04 la quota dei prestiti facenti capo al settore immobiliare, costituiti dai finanziamenti all'edilizia, da quelli alle società di servizi specializzate e dai mutui per l'acquisto di abitazioni, è salita dal 25 al 33 per cento del totale dei finanziamenti bancari.

**PRESTITI DELLE BANCHE ITALIANE PER AREA GEOGRAFICA
E SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**

Periodi	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)											
<i>Centro Nord</i>											
2003 – dic.	-9,6	2,2	6,3	3,0	6,6	1,3	13,9	11,3	11,4	9,4	5,9
2004 – mar. ...	-2,8	1,9	3,8	-4,0	4,5	-0,2	12,2	9,2	12,2	8,9	5,1
giu.	-4,7	1,7	3,9	-5,1	4,6	0,7	12,0	8,2	14,3	7,5	5,3
set.	0,8	4,5	2,0	-11,5	3,2	-1,4	10,0	7,3	14,5	5,9	5,0
dic.	1,1	0,8	3,0	-6,3	3,7	-0,7	8,4	7,0	15,6	6,9	5,3
2005 – mar. ...	-3,5	7,4	6,4	0,8	6,8	2,2	9,2	11,5	15,0	6,8	7,8
<i>Mezzogiorno</i>											
2003 – dic.	11,1	6,8	6,1	-12,7	6,2	2,7	8,8	9,8	9,6	9,1	7,9
2004 – mar. ...	0,2	-1,0	6,0	25,0	5,9	2,0	7,4	9,3	11,2	9,0	7,6
giu.	7,5	-0,7	7,5	20,2	7,4	2,3	10,4	10,5	14,4	7,9	9,8
set.	10,7	11,5	8,0	96,3	7,7	2,4	11,5	11,4	15,3	7,7	10,8
dic.	2,0	5,0	7,8	52,2	7,6	3,0	11,1	10,7	16,5	8,1	10,5
2005 – mar. ...	7,0	17,3	8,6	23,4	8,5	4,0	12,4	11,7	14,7	8,2	10,9
<i>ITALIA</i>											
2003 – dic.	-7,2	2,3	6,3	2,9	6,6	1,4	13,1	11,1	11,0	9,3	6,2
2004 – mar. ...	-2,4	1,8	4,1	-3,8	4,6	0,0	11,4	9,3	12,0	8,9	5,4
giu.	-3,1	1,6	4,3	-4,9	4,9	0,8	11,8	8,5	14,3	7,6	5,9
set.	2,1	4,7	2,7	-10,9	3,7	-1,0	10,2	7,8	14,7	6,3	5,8
dic.	1,2	0,9	3,5	-5,9	4,2	-0,4	8,8	7,4	15,8	7,2	6,0
2005 – mar. ...	-2,1	7,7	6,6	1,0	7,0	2,3	9,6	11,6	14,9	7,1	8,2
Consistenza dei prestiti a marzo 2005 (4) <i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord ...	43.957	123.786	533.746	36.233	497.512	159.470	60.246	242.337	213.306	53.056	967.850
Mezzogiorno ..	7.586	3.601	66.213	418	65.795	17.719	10.745	31.364	55.712	15.370	148.482
ITALIA	51.542	127.387	599.959	36.652	563.307	177.188	70.991	273.774	269.018	68.426	1.116.523
Composizione percentuale dei prestiti a marzo 2005 (5)											
Centro Nord ...	4,5	12,8	55,1	3,7	51,4	16,5	6,2	25,0	22,0	5,5	100,0
Mezzogiorno ..	5,1	2,4	44,6	0,3	44,3	11,9	7,2	21,1	37,5	10,4	100,0
ITALIA	4,6	11,4	53,7	3,3	50,5	15,9	6,4	24,5	24,1	6,1	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. – (3) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (4) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti. – (5) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. D11

CRESCITA DEI PRESTITI PER SETTORE NEL 2004*(variazioni percentuali sui 12 mesi in dicembre)*

Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Famiglie consumatrici e produttrici. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il rallentamento dei prestiti nel 2004 ha interessato sia le imprese di minore dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti, cui fa capo oltre il 40 per cento degli occupati) sia le aziende più

Tav. D12

COMPOSIZIONE DEL CREDITO BANCARIO ALLE IMPRESE NEL 2004 (1)*(quote e valori percentuali)*

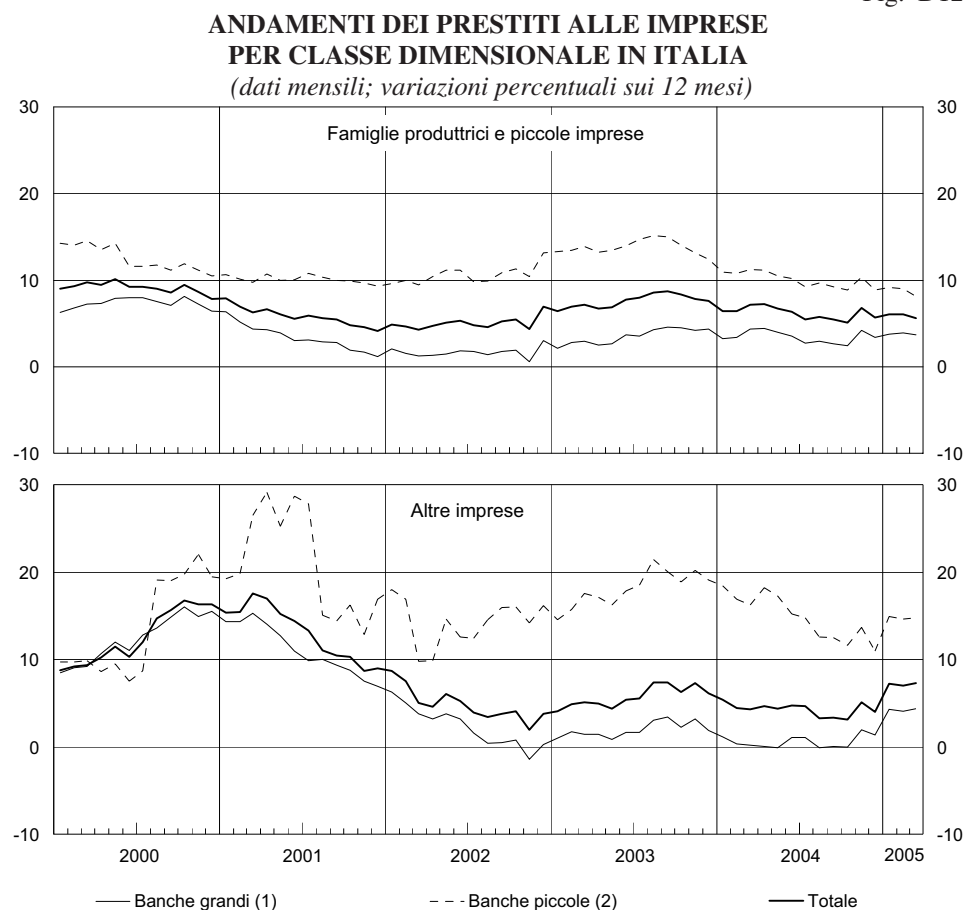
Voci	Italia	Germania	Francia	Spagna	Paesi Bassi	Area dell'euro
Per durata originaria del contratto (2):						
a breve termine	43,0	23,0	26,7	28,3	24,7	30,9
di cui: <i>c/c attivi</i>	31,4	10,3	14,4	0,2	16,0	14,7
a medio e a lungo termine	57,0	77,0	73,3	71,7	75,3	69,1
Per durata originaria del tasso (3):						
tasso variabile o rinegoziabile entro un anno	92,0	77,1	79,7	87,8	85,8	86,6
tasso rinegoziabile tra 1 e 5 anni..	4,8	10,3	8,3	8,7	7,6	7,4
tasso rinegoziabile oltre 5 anni	3,2	12,6	12,1	3,5	6,6	6,0
Per importo (3)(4):						
inferiore a 1 milione di euro	40,6	18,6	33,7	44,2	20,7	31,7
superiore a 1 milione di euro	59,4	81,4	66,3	55,8	79,3	68,3
Per memoria:						
prestiti bancari in rapporto al PIL ..	45,1	33,7	32,9	56,3	46,0	41,7

Fonte: Elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Consistenze dei prestiti alla fine di dicembre 2004. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a un anno. – (3) Nuove operazioni effettuate nel 2004 o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. – (4) La classe di importo si riferisce alla singola operazione.

grandi (fig. D12). Per queste ultime, la crescita dei finanziamenti bancari è stata più contenuta (4,0 per cento contro il 5,7 per le piccole imprese), anche in relazione all'aumentato ricorso alle emissioni obbligazionarie sull'euromercato (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Fig. D12



(1) Comprende le banche "maggiori", "grandi" e "medie". - (2) Comprende le banche "piccole" e "minori". Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*; per la classificazione dimensionale degli intermediari cfr. nel *Glossario* la voce: Banche.

Secondo i dati diffusi da società specializzate, i nuovi prestiti sindacati erogati a imprese italiane sul mercato mondiale nel 2004 si sono ridotti del 23 per cento, a 38 miliardi. Il calo è stato particolarmente ampio nei comparti dell'editoria, dei trasporti e delle infrastrutture. Le erogazioni di prestiti sindacati a cui hanno partecipato banche italiane sono invece aumentate del 16 per cento (a 55 miliardi) e hanno riguardato per quasi il 40 per cento imprese estere (15 per cento nel 2003).

È proseguito il processo di allungamento delle scadenze dei prestiti, alimentato dal costo relativamente basso dei mutui a tasso indicizzato e, in alcuni casi, da operazioni di ristrutturazione del debito di imprese in difficoltà.

L'allungamento delle scadenze del credito bancario registrato in Italia dalla metà degli anni novanta ha permesso alle imprese di stabilizzare le fonti di finanziamento e di ridurre la spesa per interessi. Tra il 1995 e il 2004, l'incidenza dei prestiti a medio e a lungo termine (con durata originaria dei contratti superiore a un anno) è aumentata di dodici punti percentuali, al 57 per cento, rimanendo, tuttavia, più contenuta rispetto alla media dell'area dell'euro (69 per cento; tav. D12). In passato, l'elevato livello e l'ampia variabilità dell'inflazione italiana rendevano più incerta la pianificazione dei flussi di cassa delle imprese, incentivando il ricorso ai prestiti a breve termine, in particolare quelli in conto corrente, che consentono una gestione più flessibile della liquidità.

Nell'area dell'euro non si riscontrano differenze rilevanti nella quota di prestiti a scadenza concessi alle imprese a tasso variabile o rinegoziabile entro un anno. Misurata sulle nuove erogazioni, nel 2004 tale quota è stata pari in Italia al 92 per cento, contro un valore medio per l'area dell'87 per cento.

Il 75 per cento dei prestiti a medio e a lungo termine concessi alle imprese e alle famiglie produttrici è assistito da garanzie (il 58 per cento da garanzie reali). Questa quota è più elevata per le imprese di minori dimensioni (83 per cento, di cui 65 di natura reale) rispetto alle altre aziende (72 e 56 per cento, rispettivamente).

In una fase di protratta debolezza dell'economia, i finanziamenti alle imprese assistiti da garanzia sono aumentati in misura contenuta. Nel quadriennio 2001-04, in rapporto al totale dei crediti a medio e a lungo termine, la quota dei prestiti garantiti è cresciuta di un punto percentuale per le aziende di maggiori dimensioni, di tre punti per le altre.

I prestiti delle banche di minore dimensione hanno continuato a crescere a un ritmo significativamente più elevato di quello degli intermediari più grandi (fig. D12). Nel 2004 circa tre quarti dei nuovi finanziamenti sono stati erogati dalle banche "piccole" e "minori" (cfr. nel *Glossario* la voce: Banche), la cui quota di mercato è aumentata sia nel segmento delle piccole imprese (dal 43 al 44 per cento), sia in quello delle aziende medie e grandi (dal 28 al 30 per cento).

Il credito complessivamente erogato nel Mezzogiorno alle imprese e alle famiglie produttrici è aumentato del 7,7 per cento, contro il 4,0 del Centro Nord. La crescita del credito alle imprese nelle regioni meridionali è risultata relativamente elevata in tutti i principali comparti produttivi e per tutte le categorie dimensionali di impresa.

Nel Mezzogiorno i prestiti a breve termine sono cresciuti del 3,9 per cento, mentre sono diminuiti del 3,0 per cento al Centro Nord; la componente a medio e a lungo termine è invece aumentata in misura pressoché analoga (11,0 e 11,3, rispettivamente). In una fase di debole crescita economica, la maggiore domanda di finanziamenti a breve termine da parte delle imprese meridionali potrebbe essere stata indotta da una più contenuta dinamica delle fonti interne di finanziamento. Sulla base dell'indagine della Banca d'Italia sulle

imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti, la percentuale delle imprese in perdita è aumentata nelle regioni meridionali al 21 per cento, dal 16 nel 2003, mentre è rimasta stabile in quelle del Centro Nord (19 per cento).

La condizione dell'economia si è riflessa nel ristagno dell'ammontare dei crediti ceduti per operazioni di factoring alle banche e in una diminuzione del 3,0 per cento di quelli ceduti alle società finanziarie. Dopo il lieve calo registrato nel 2003 è sensibilmente aumentato il credito concesso dalle banche per operazioni di leasing (13,7 per cento; tav. D13), soprattutto nel comparto immobiliare; i crediti di leasing erogati dalle società finanziarie sono cresciuti in misura contenuta (1,6 per cento), risentendo dell'effetto di operazioni di cartolarizzazione (7,8 al netto di tali operazioni; cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Tav. D13

LEASING, FACTORING E CREDITO AL CONSUMO IN ITALIA (1)
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

Voci	Variazioni percentuali sull'anno precedente			Consistenze 2004 (2)	Quote sul totale
	2002	2003	2004 (2)		
Leasing					
Totale crediti	12,5	2,2	4,1	64.220	100,0
Società finanziarie	11,7	2,8	1,6	49.756	77,5
Banche	15,4	-0,2	13,7	14.464	22,5
Factoring					
Totale crediti	2,5	-0,2	-2,6	38.342	100,0
Società finanziarie	3,7	-2,4	-3,0	33.623	87,7
Banche	-8,9	19,8	0,2	4.719	12,3
Credito al consumo					
Totale crediti	9,3	12,2	18,1	60.605	100,0
di cui: <i>carte di credito</i>	32,4	15,7	18,0	8.354	13,8
Società finanziarie	10,0	15,9	20,8	24.998	41,2
di cui: <i>carte di credito</i>	26,7	10,3	14,2	5.112	8,4
<i>per l'acquisto di veicoli</i>	5,2	8,8	14,0	12.387	20,4
Banche	8,8	9,9	16,3	35.607	58,8
di cui: <i>carte di credito</i>	45,4	26,2	24,5	3.242	5,3
<i>Per memoria:</i>					
Altri prestiti bancari alle famiglie consumatrici diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni	-3,5	-0,1	2,4	52.680	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

I prestiti alle famiglie. – Nel 2004 i prestiti bancari alle famiglie hanno accelerato al 13,6 per cento, valore molto superiore a quello registrato nell'area dell'euro (7,9 per cento) e, tra i principali paesi, inferiore soltanto a quello della Spagna (fig. D11). Queste differenze sono ascrivibili in buona

parte ai diversi andamenti dei mercati immobiliari. Sebbene negli ultimi anni il credito alle famiglie in Italia sia cresciuto a ritmi più sostenuti rispetto al resto dell'area dell'euro, il suo peso sul totale dei prestiti bancari resta significativamente inferiore (30 per cento, contro 45 nell'area).

Il credito bancario alle sole famiglie consumatrici è aumentato del 15,8 per cento (tav. D11). Nel corso del 2004 sono stati erogati nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni per 49,2 miliardi, l'87 per cento dei quali con tassi indicizzati ai rendimenti di mercato monetario o rinegoziabili entro un anno (per l'area questa quota è pari al 54 per cento). Alla fine dello scorso anno oltre l'80 per cento della consistenza dei mutui concessi alle famiglie era a tasso variabile. Per questi contratti il basso livello dei tassi di interesse consente ai mutuatari di limitare l'importo delle prime rate da rimborsare, a fronte dell'assunzione dei rischi connessi con un rialzo dei rendimenti.

La despecializzazione temporale e funzionale dell'attività creditizia, introdotta agli inizi degli anni novanta e sancita dal Testo unico bancario, ha ampliato l'offerta di mutui alle famiglie, prima concessi esclusivamente da pochi istituti e sezioni di credito speciale con una scarsa diffusione sul territorio. Nello scorso anno, 681 delle 778 banche in attività hanno concesso alle famiglie crediti per l'acquisto di abitazioni. Il mercato dei mutui è caratterizzato da una concentrazione relativamente elevata: su base consolidata, i primi cinque gruppi bancari detengono una quota pari al 55 per cento dei mutui, contro il 46 per il totale dei prestiti. Ciò riflette da un lato la presenza di economie di scala favorite dalla standardizzazione delle procedure di affidamento, anche attraverso l'utilizzo di tecniche di credit scoring, dall'altro la più ampia capacità di raccolta di fondi a medio e a lungo termine dei grandi gruppi, soprattutto mediante emissioni obbligazionarie sull'euromercato e operazioni di cartolarizzazione.

Il credito al consumo erogato da banche e da società finanziarie ha continuato a espandersi rapidamente (tav. D13). Alla fine del 2004 il 57 per cento del credito al consumo concesso dalle banche italiane era costituito da prestiti personali. La parte restante era rappresentata da prestiti "finalizzati" all'acquisto diretto di specifici beni; gran parte di questo segmento di mercato era riconducibile all'operatività di intermediari controllati da gruppi bancari internazionali, specializzati nell'erogazione di prestiti attraverso esercizi commerciali convenzionati. Il credito al consumo facente capo a società finanziarie era costituito per l'80 per cento da prestiti "finalizzati" o concessi mediante carte di credito e per il rimanente 20 per cento da prestiti personali.

In Italia il mercato del credito al consumo, in forte espansione negli ultimi anni, è ancora poco sviluppato nel confronto internazionale. Alla fine del 2004 i finanziamenti bancari destinati all'acquisto di beni di consumo erano pari, in rapporto al PIL, al 2,8 per cento contro il 6,8 dell'area dell'euro (i rispettivi rapporti in Francia e in Germania erano dell'8,1 e del 7,9 per cento).

La crescita sostenuta del credito al consumo è ascrivibile in ampia misura all'aumento della concorrenza e all'innovazione finanziaria. A frenare lo sviluppo del mercato, tuttavia, contribuisce la limitata rilevanza della grande distribuzione commerciale, il cui peso in termini di addetti in Italia è circa un terzo di quello degli altri principali paesi europei. Le grandi catene di distribuzione e gli esercizi commerciali di maggiore dimensione tendono a facilitare lo sviluppo del credito al consumo attraverso un'offerta di sistemi di rateizzazione degli acquisti, spesso non disponibili negli esercizi più piccoli.

I prestiti in sofferenza. – Il flusso dei crediti iscritti a sofferenza nel 2004 (secondo la definizione più ampia di sofferenze rettificata, cfr. il *Glossario*) è stato pari allo 0,9 per cento dei prestiti complessivi (tav. D14 e fig. D13), un valore inferiore di 0,1 punti percentuali a quello del 2003 al netto degli effetti dovuti al dissesto del gruppo Parmalat.

Tav. D14

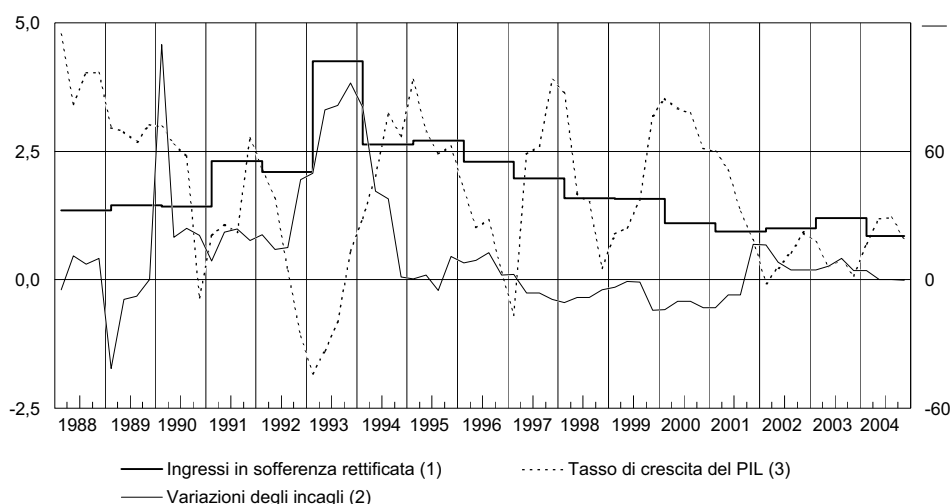
**SOFFERENZE E INCAGLI DELLE BANCHE ITALIANE
PER AREA GEOGRAFICA E SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**
(valori percentuali)

Aree	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
Flusso delle nuove sofferenze nell'anno in rapporto ai prestiti (3)											
<i>Dicembre 2003</i>											
Centro Nord	0,0	0,2	1,7	....	....	2,6	2,2	1,2	0,7	1,3	1,1
Mezzogiorno	0,0	0,1	2,5	....	....	3,7	2,2	2,1	0,8	2,2	1,7
ITALIA	0,0	0,2	1,8	....	....	2,7	2,2	1,3	0,7	1,5	1,2
<i>Dicembre 2004</i>											
Centro Nord	0,0	0,0	1,0	....	....	1,4	1,1	0,9	0,7	1,3	0,8
Mezzogiorno	0,0	0,0	1,8	....	....	2,9	1,8	1,4	1,0	2,0	1,4
ITALIA	0,0	0,0	1,1	....	....	1,5	1,2	1,0	0,8	1,4	0,9
Variazioni sui 12 mesi degli incagli											
<i>Dicembre 2003</i>											
Centro Nord	20,4	-8,8	1,2	-60,6	4,0	0,5	7,1	2,5	7,7	12,1	3,5
Mezzogiorno	-14,9	-7,6	1,5	-35,8	1,5	9,3	-7,7	-5,4	8,4	24,0	6,6
ITALIA	-4,4	-8,7	1,3	-60,4	3,6	2,1	3,0	1,3	7,9	15,2	4,1
<i>Dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-23,0	-59,1	0,4	110,0	-1,5	-5,0	-18,0	3,3	3,8	0,0	-0,3
Mezzogiorno	-41,4	-40,3	-2,4	-23,8	-2,4	-17,9	-0,3	1,4	2,3	2,9	-0,6
ITALIA	-34,5	-58,1	-0,1	107,8	-1,7	-7,5	-13,6	3,0	3,4	0,8	-0,3

(1) La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. – (3) Flusso delle "sofferenze rettificata" negli ultimi 12 mesi in rapporto alle consistenze dei prestiti non in "sofferenza rettificata" in essere alla fine dell'anno precedente. L'informazione relativa alle finanziarie di partecipazione e alle società non finanziarie non è disponibile. I dati delle nuove "sofferenze rettificata" sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

Fig. D13

**PRESTITI IN SOFFERENZA E PARTITE INCAGLIATE
DELLE BANCHE ITALIANE**
(valori e variazioni percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi, segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(1) In rapporto alle consistenze dei prestiti non in "sofferenza rettificata" in essere alla fine dell'anno precedente. Dati annuali. Scala di sinistra. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di destra. – (3) A prezzi costanti sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di sinistra.

A contenere le sofferenze, in una prolungata fase di bassa crescita dell'economia, ha contribuito la relativa stabilità della situazione finanziaria delle imprese. Nel triennio 2001-03 la quota delle imprese in condizioni finanziarie meno favorevoli si è mantenuta in linea con quella registrata durante il triennio 1998-2000, caratterizzato da un miglior andamento congiunturale (cfr. il riquadro: Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003, in Bollettino Economico n. 44, 2005). Ciò è riflesso, secondo i dati dell'anagrafe delle Camere di commercio, dalla stabilità del tasso di mortalità delle imprese.

La quota dei prestiti entrati in sofferenza è diminuita sia nelle regioni del Centro Nord (dall'1,1 allo 0,8 per cento), sia in quelle del Mezzogiorno (dall'1,7 all'1,4). A livello settoriale, l'incidenza delle nuove sofferenze è lievemente aumentata per le famiglie consumatrici; si è ridotta per le famiglie produttrici e le imprese. Il tasso di ingresso in sofferenza è sceso per i comparti dei prodotti alimentari e dei mezzi di trasporto, è aumentato per quello dei prodotti chimici.

Nel 2004 la consistenza dei crediti inesigibili in rapporto al totale dei prestiti è rimasta invariata, al 4,7 per cento. Se calcolate al valore di realizzo, le sofferenze sono diminuite dal 2,2 al 2,0 per cento dei prestiti; alla fine dello scorso marzo erano scese ulteriormente, all'1,8 per cento.

Il flusso lordo delle esposizioni verso clienti in temporanea difficoltà (partite incagliate) è stato pari all'1,7 per cento dei prestiti (2,1 nel 2003).

La consistenza delle partite incagliate si è ridotta dello 0,3 per cento (era cresciuta del 4,1 nel 2003); la flessione ha riguardato sia le regioni del Centro Nord sia quelle del Mezzogiorno.

Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse

Le condizioni di offerta del credito. – Nel 2004 le banche hanno mantenuto condizioni espansive nell’offerta di credito. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione dell’offerta di finanziamenti, si è lievemente ridotto, al 2,6 per cento (2,7 alla fine del 2003). Il grado di dispersione dei tassi di interesse a breve termine applicati alle diverse classi dimensionali di impresa è risultato sostanzialmente stabile. I margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente sono rimasti ampi per tutte le categorie di clientela.

I gruppi bancari italiani partecipanti all’indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall’Eurosistema hanno indicato di non aver apportato modifiche sostanziali ai criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. Tra i fattori che nel 2004 hanno influenzato le condizioni di offerta alle imprese si rileva nel complesso una compensazione tra gli effetti espansivi derivanti dalla pressione concorrenziale e quelli restrittivi determinati dai rischi legati alla congiuntura.

Un’analisi econometrica indica che alla fine dello scorso anno l’andamento dei prestiti alle imprese era in linea con quanto atteso sulla base delle determinanti macroeconomiche della domanda di finanziamenti bancari. Alla decelerazione registrata nel 2004 ha contribuito per circa due terzi l’elevata capacità di autofinanziamento delle imprese. L’indicazione è in linea con le valutazioni sull’andamento della domanda espresse dagli intermediari italiani partecipanti all’indagine trimestrale dell’Eurosistema.

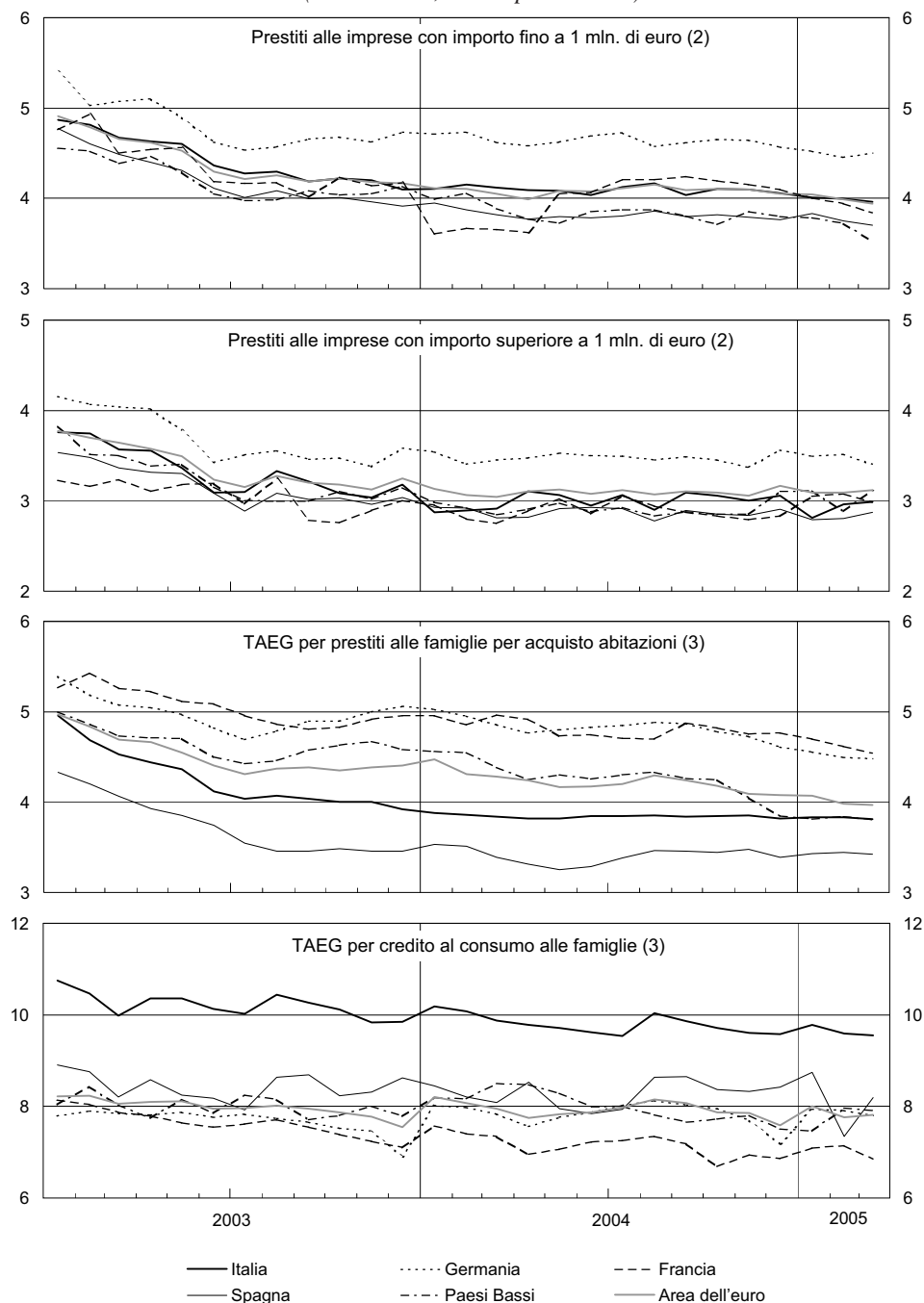
I tassi di interesse. – Nel 2004 il costo medio del credito bancario, valutato sulle consistenze, è stato pari al 4,4 per cento per le imprese e al 5,7 per le famiglie, in linea con i valori medi dell’area dell’euro.

Il tasso d’interesse applicato alle erogazioni di nuovi prestiti a scadenza di ammontare fino a un milione di euro, che approssima le condizioni del credito per le imprese di minore dimensione, è stato pari al 4,1 per cento sia in Italia sia nell’area (fig. D14); quello sui prestiti superiori a un milione di euro è stato del 3,0 per cento nel nostro paese e del 3,1 nell’area.

Fig. D14

**TASSI ARMONIZZATI SUI PRESTITI NEI MAGGIORI PAESI
DELL'AREA DELL'EURO: NUOVE OPERAZIONI (1)**

(dati mensili; valori percentuali)



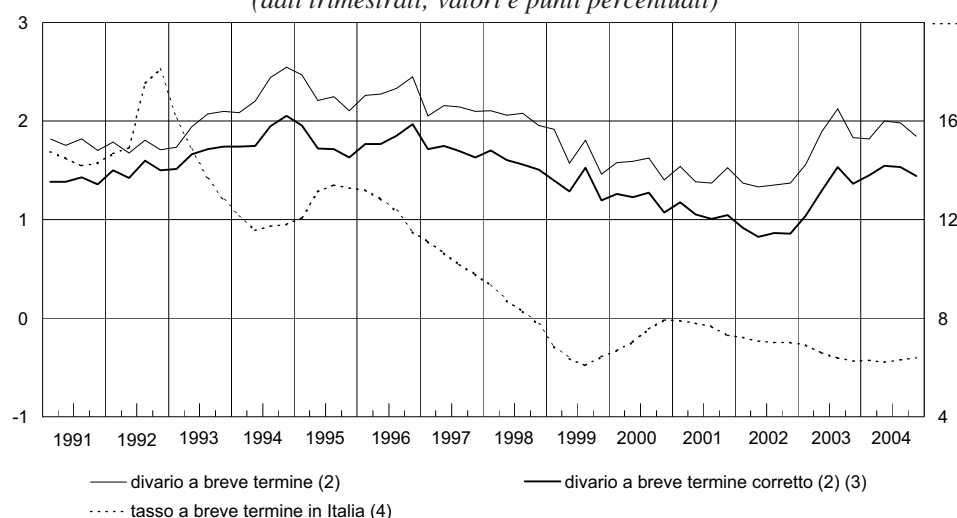
Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) 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) Tasso medio alle imprese non finanziarie ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. La classe di importo si riferisce alla singola operazione. – (3) Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative). Esso è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Include anche le famiglie produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Il differenziale tra i tassi di interesse sui crediti a breve termine alle imprese nel Mezzogiorno e al Centro Nord, corretto per la diversa composizione settoriale e dimensionale della clientela, è salito di circa 0,2 punti percentuali, all'1,5 per cento (fig. D15). L'aumento rispecchia la più sostenuta crescita della domanda di finanziamenti registrata nel Mezzogiorno.

Fig. D15

**DIVARIO TRA I TASSI SUI PRESTITI ALLE IMPRESE
NEL MEZZOGIORNO E AL CENTRO NORD (1)**
(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Scala di sinistra. - (3) A parità di composizione settoriale e dimensionale riferita ai prestiti erogati a imprese del Centro Nord. - (4) Scala di destra.

Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sulle erogazioni di nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuito in Italia di 0,1 punti percentuali, al 3,8 per cento. Tale valore è inferiore a quello medio rilevato nell'area dell'euro (4,1 per cento) per la maggiore diffusione nel nostro paese di finanziamenti a tasso variabile che, in presenza di un'inclinazione positiva della curva dei rendimenti di mercato, risultano inizialmente meno onerosi. Considerando solo i mutui indicizzati ai rendimenti di mercato, il tasso di interesse sulle nuove erogazioni in Italia è in linea con quello rilevato nell'area (3,5 per cento). Il TAEG sul credito al consumo concesso da banche si è ridotto di 0,3 punti, al 9,6 per cento; nell'area è rimasto costante al 7,6 per cento (cfr. il riquadro: *Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004*, in *Bollettino Economico* n. 44, 2005).

I tassi di interesse sulle operazioni di leasing e di factoring hanno registrato una riduzione superiore a quella dei rendimenti dei prestiti.

Nel corso del 2004 i tassi di interesse sull'attività di factoring si sono ridotti dal 6,6 al 6,1 per cento per le operazioni di importo fino a 50.000 euro e dal 5,4 al 5,2 per

cento per quelle di importo superiore. I tassi di interesse sulle operazioni di leasing sono diminuiti dal 9,2 all'8,7 per cento per i finanziamenti di importo compreso tra 5.000 e 25.000 euro, dal 7,7 al 7,4 per quelli tra 25.000 e 50.000 euro e dal 5,5 al 5,3 per quelli di importo superiore.

La raccolta e i titoli in deposito presso le banche

Nel 2004 la crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata del 7,2 per cento, in linea con quella registrata nell'area (tav. D9). L'accelerazione rispetto al 2003 è dovuta principalmente all'aumento delle emissioni obbligazionarie (10,8 per cento) e alla ripresa dei pronti contro termine (4,7 per cento, contro -15,7 nel 2003).

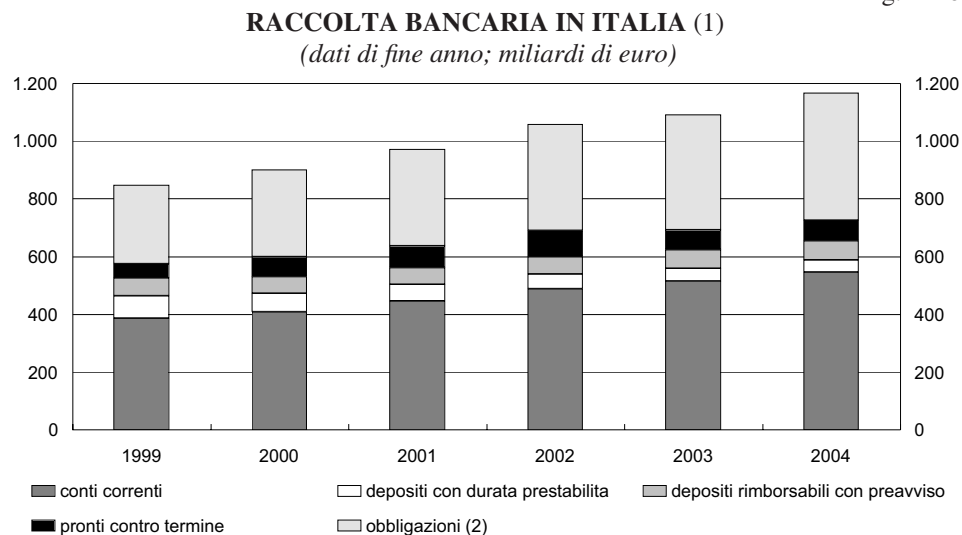
L'espansione dei depositi in conto corrente è stata del 6,2 per cento, ascrivibile per circa il 60 per cento alle famiglie consumatrici; quella dei depositi rimborsabili con preavviso è stata del 4,7 per cento. In quest'ultimo comparto l'aumento è interamente riconducibile ai depositi presso filiali di banche estere operanti in Italia, che offrono forme innovative di raccolta costituite da conti a elevato rendimento movimentabili con breve preavviso per via informatica o telefonica.

Negli ultimi due anni, interrompendo un prolungato periodo di crescita iniziato nel dopoguerra, il numero dei conti correnti presso le banche italiane è diminuito del 3,3 per cento. La riduzione è dipesa esclusivamente dalle famiglie, che detengono oltre il 90 per cento dei conti correnti bancari, e ha riguardato tutte le aree del Paese. La dinamica risulta fortemente differenziata tra le diverse categorie di banche: per le "maggiori" e "grandi" il numero di conti correnti delle famiglie nel biennio è diminuito, rispettivamente, dell'8,2 e del 5,3 per cento, mentre per quelle "minori" è aumentato dell'8,3 per cento. Il calo del numero dei conti correnti bancari è stato più che compensato dall'aumento di quelli presso le Poste, in forte crescita negli ultimi anni. Dal 1998 le Poste hanno progressivamente ampliato la gamma di servizi offerti alla clientela (bonifici, assegni, carte di debito, deposito titoli), praticando anche tassi di interesse in media più elevati di quelli corrisposti dalle banche. Informazioni tratte dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane indicano che la percentuale dei nuclei familiari che detenevano almeno un conto corrente postale è cresciuta dall'1 per cento del 1998 all'11 del 2002, mentre la quota di famiglie in possesso di almeno un conto corrente bancario è rimasta stabile al 73 per cento.

Le obbligazioni rappresentano il 37,7 per cento del totale della raccolta bancaria (fig. D16). Delle nuove emissioni un terzo è stato collocato sull'euromercato; il 30 per cento è a tasso fisso.

A fronte dell'allungamento delle scadenze dei prestiti, il maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria ha contribuito a mantenere costante il divario tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività in bilancio. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, alla fine dell'anno il divario era pari a 1,4 mesi (1,5 a fine 2003).

Fig. D16



Per le famiglie, nel 2004 il rendimento medio dei conti correnti è rimasto invariato allo 0,6 per cento in Italia e allo 0,7 nell'area dell'euro (fig. D17); il tasso medio sul complesso dei depositi era pari a dicembre, rispettivamente, allo 0,83 e all'1,77 per cento.

La maggiore remunerazione dei depositi delle famiglie nell'area dell'euro rispetto all'Italia dipende per 0,64 punti dalla diversa composizione dei depositi per forma tecnica. Alla fine dello scorso anno, i conti correnti, normalmente meno remunerati tra i vari strumenti di raccolta in ragione della loro maggiore liquidità, rappresentavano in Italia il 72 per cento del totale dei depositi, contro il 33 nell'area. Al divario contribuisce inoltre, per 0,20 punti, la minore remunerazione in Italia dei depositi rimborsabili con preavviso e a scadenza predeterminata.

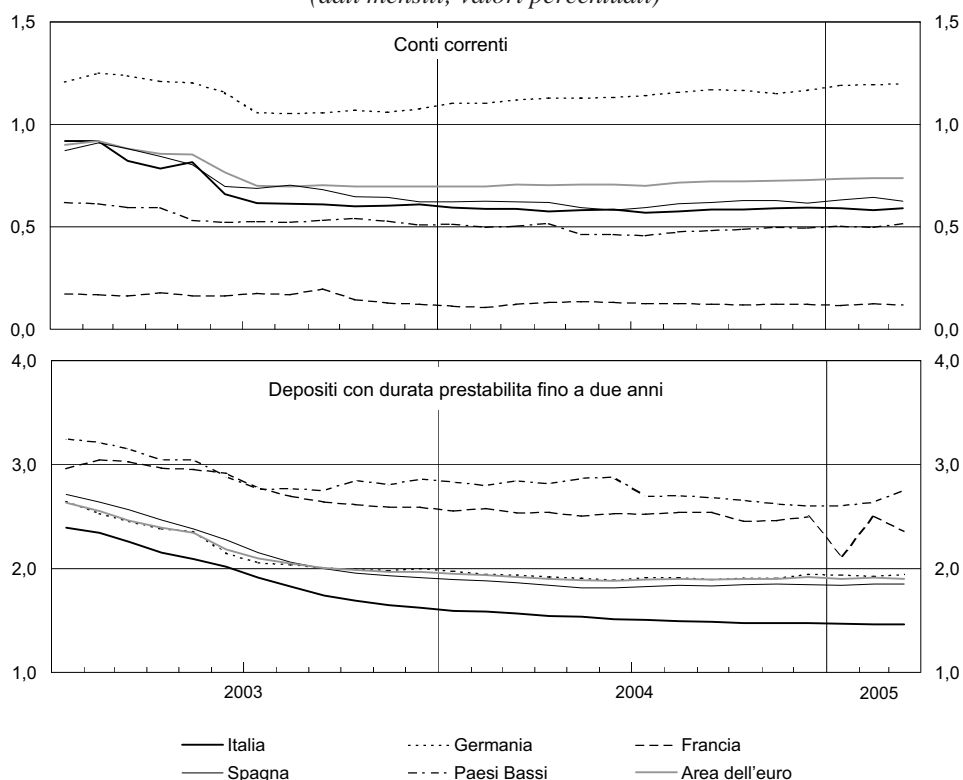
Il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è diminuito di 0,2 punti percentuali, al 3,0 per cento; il differenziale tra la remunerazione dei BTP quinquennali e quella delle emissioni obbligazionarie si è annullato (era positivo per 0,4 punti percentuali nel 2003).

Nel 2004 i titoli depositati dalla clientela ordinaria presso le banche, contabilizzati al valore nominale, sono lievemente aumentati (a 1.526 miliardi; tav. D15). I titoli depositati dalle famiglie si sono ridotti dell'1,9 per cento.

Nell'anno il valore di mercato delle negoziazioni di titoli effettuate dalle banche per conto della clientela (escluse le operazioni in derivati) è stato di 904 miliardi, in lieve diminuzione rispetto al valore registrato nel 2003 (921 miliardi). Il calo ha riguardato principalmente le negoziazioni di titoli di Stato, anche per effetto del livello molto basso della variabilità dei loro rendimenti (cfr. il capitolo: Il mercato dei valori mobiliari).

Fig. D17

**TASSI ARMONIZZATI SUI DEPOSITI ALLE FAMIGLIE
NEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (1)**
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche.

Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche

Il portafoglio titoli. – Nel 2004 il valore dei titoli di proprietà delle banche, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei corsi, si è ridotto del 2,8 per cento (tav. D10). Il calo ha interessato esclusivamente i titoli di Stato (-12,4 per cento), la cui incidenza sul portafoglio è scesa di quasi cinque punti percentuali, al 54 per cento. Il 9 per cento del portafoglio delle banche è costituito da titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (7 per cento nel 2003).

TITOLI DEPOSITATI PRESSO LE BANCHE ITALIANE
(valori nominali; consistenze di fine anno in miliardi di euro)

Depositante (1)	Totale					
	di cui:					Titoli esteri
	Emessi da soggetti residenti				Quote di OICR (2)	
	Obbligazioni bancarie	Titoli di Stato	Azioni			
2003						
OICR	323,1	6,0	180,9	2,9	10,5	113,6
SIM e società fiduciarie ...	69,9	2,5	22,2	2,9	5,3	34,6
Società assicurative	221,8	25,5	102,9	3,9	6,2	75,3
Altre società finanziarie ...	43,2	4,5	14,3	10,3	1,7	9,7
Imprese (3)	115,4	20,9	16,7	41,9	13,6	16,9
Famiglie consumatrici	713,2	220,6	173,9	24,9	138,3	139,6
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	75,2	1,2	22,8	0,8	24,0	24,7
Altri	19,2	1,5	5,2	7,6	0,3	3,5
Totale	1.505,7	281,6	516,2	94,5	175,9	393,2
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	103,9	2,2	36,2	1,0	28,0	33,8
2004						
OICR	330,9	6,2	168,4	3,2	17,1	125,6
SIM e società fiduciarie ...	64,4	2,4	23,9	2,9	5,6	27,5
Società assicurative	249,5	30,6	113,6	3,9	2,7	90,2
Altre società finanziarie ...	49,9	5,3	17,8	11,2	1,1	11,7
Imprese (3)	113,1	20,9	17,1	41,0	12,3	16,0
Famiglie consumatrici	699,7	226,7	174,7	26,8	127,2	131,2
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	63,4	1,4	19,6	0,6	16,1	25,1
Altri	18,6	1,5	5,1	7,2	0,3	3,3
Totale	1.526,1	293,7	520,6	96,2	166,3	405,5
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	89,7	2,5	32,6	0,8	18,6	33,9
<small>(1) Clientela residente in Italia diversa dalle banche. – (2) Sono incluse le quote depositate dalla clientela anche in assenza di un esplicito contratto di custodia. – (3) Società non finanziarie, finanziarie di partecipazione e imprese individuali.</small>						

Tra il 1997 e il 2004 il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti si è ridotto di 5,8 punti percentuali, al 15,4 per cento. Una diminuzione è stata registrata anche in Spagna (di 3,7 punti, al 17,0 per cento), mentre in Francia e in Germania si è avuto un aumento (rispettivamente di 1,6 e 5,4 punti, al 26,5 e 25,0 per cento). La forte riduzione registrata nel nostro paese riflette, tra gli altri fattori, l'intenso processo di ristrutturazione del sistema bancario, che ha favorito l'accentramento della gestione della liquidità e una crescita delle relazioni interbancarie infra-gruppo; queste ultime alla fine dello scorso anno rappresentavano oltre due terzi del totale delle attività interbancarie complessive (10,0 per cento nel 1997).

La struttura delle relazioni interbancarie può influenzare la propagazione nel sistema bancario di eventuali difficoltà finanziarie di uno o più operatori (il cosiddetto contagio finanziario). L'esposizione delle banche italiane al rischio di contagio nel mercato interbancario, in presenza di un forte aumento delle relazioni infra-gruppo, rimane molto contenuta. Sulla base di simulazioni riferite alle esposizioni interbancarie in essere alla fine del 2003, l'eventuale insolvenza di una banca, anche nell'ipotesi estrema di assenza di interventi di ultima istanza o di azioni di ricapitalizzazione, si trasmetterebbe a un numero modesto di intermediari, che in media rappresentano tra lo 0,02 e l'1,6 per cento del totale delle attività del sistema bancario (a seconda che si ipotizzino perdite sulle esposizioni interbancarie verso i soggetti in difficoltà comprese tra il 10 e il 100 per cento). Nel confronto internazionale, il rischio di contagio risulta in linea con quello stimabile per i sistemi dei principali paesi europei.

Alla fine del 2004 il valore di mercato delle azioni e delle partecipazioni detenute dalle banche italiane nel capitale di società dell'area dell'euro era di 116,5 miliardi, pari al 5,7 per cento del totale delle attività (escluse quelle interbancarie). Le analoghe quote erano pari al 7,8 in Francia, al 5,6 in Germania e al 5,4 in Spagna. Il 50 per cento del portafoglio azionario delle banche italiane era costituito da partecipazioni in altri istituti bancari, un valore prossimo a quello registrato in Francia (43) e significativamente più elevato rispetto a quello in Germania (14) e in Spagna (16).

La posizione netta sull'estero. – Escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei cambi, l'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane è diminuito di 12,7 miliardi (tav. D16). Alla fine dell'anno la posizione netta sull'estero era debitoria per 54,8 miliardi. Il saldo era creditorio per 18,4 nei confronti dei paesi dell'area e debitorio per 73,2 miliardi verso gli altri paesi.

La riduzione dell'indebitamento netto verso l'estero è il risultato di un aumento delle attività (23,6 miliardi) superiore a quello delle passività (10,9 miliardi). Il miglioramento ha riguardato prevalentemente posizioni in euro e nei confronti di operatori residenti in altri paesi dell'area. Circa due terzi delle passività nette del sistema bancario italiano sono nei confronti di soggetti operanti nel Regno Unito (erano la metà nel 2003).

Il saldo tra le attività e le passività in valuta (posizione netta in cambi) è debitorio per tutte le principali divise tranne lo yen. La raccolta estera soggetta a rischio di cambio, nonostante la riduzione dell'indebitamento netto, è rimasta pressoché costante, a 26,1 miliardi. I requisiti patrimoniali a fronte del rischio di cambio rappresentavano alla fine del 2004 lo 0,2 per cento del patrimonio di vigilanza (0,3 nel 2003; cfr. nell'Appendice: tav. aE11).

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(dati di fine anno; milioni di euro)

Voci	2002	2003	2004	Variazioni 2003/2004 (2)
Attività (a)=(b)+(c)	212.305	212.766	241.783	23.615
Area dell'euro (b)	122.727	130.111	157.924	24.979
Istituzioni monetarie e finanziarie	83.975	85.712	106.860	18.804
Altri residenti nell'area	38.752	44.398	51.064	6.176
di cui: <i>prestiti</i>	13.654	16.127	13.528	-2.422
<i>titoli</i>	14.025	16.243	25.125	8.384
Resto del mondo (c)	89.578	82.655	83.859	-1.364
Passività (d)=(e)+(f)	266.968	287.441	296.555	10.872
Area dell'euro (e)	120.942	128.213	139.521	11.781
Istituzioni monetarie e finanziarie	111.654	118.928	126.294	7.788
Altri residenti nell'area	9.288	9.285	13.227	3.993
Resto del mondo (f)	146.026	159.227	157.033	-909
Passività nette (d)-(a)	54.662	74.675	54.772	-12.743
Area dell'euro (e)-(b)	-1.786	-1.897	-18.403	-13.198
Resto del mondo (f)-(c)	56.448	76.572	73.175	455

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Le variazioni sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni.

I conti economici

Sulla base dei dati riferiti ai bilanci non consolidati, nel 2004 il margine d'interesse delle banche italiane è aumentato dell'1,5 per cento (0,8 nel 2003; tav. D17), in seguito a un aumento dei volumi intermediati e a una riduzione degli oneri sostenuti per la copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse. La differenza tra rendimento unitario dei prestiti e costo medio della raccolta è invece lievemente diminuita, a 3,5 punti percentuali (cfr. nell'Appendice: tav. aD19).

Nel periodo 2001-04 il differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo medio della raccolta si è ridotto di 0,4 punti percentuali. Il calo è interamente dovuto all'allungamento delle scadenze, che ha interessato sia le attività sia le passività. Nel quadriennio il rendimento unitario dei prestiti a breve termine è stato in media superiore di 2,9 punti rispetto a quello dei finanziamenti a più lunga scadenza; nello stesso periodo il differenziale tra il costo dei depositi e quello della raccolta obbligazionaria è stato negativo per 2,1 punti.

CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE ITALIANE: FORMAZIONE DELL'UTILE (1)

Voci	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
	In percentuale dei fondi intermediati				Variazioni percentuali (3)			
Margine d'interesse (a)	1,93	1,91	1,77	1,67	5,6	4,9	0,8	1,5
Altri ricavi netti (b) (2)	1,75	1,46	1,42	1,32	4,1	-12,0	5,7	-0,7
di cui: <i>negoziazione</i>	0,13	0,07	0,13	0,07	(-3,7)	(-8,2)	(8,9)	(-0,8)
servizi	0,67	0,59	0,55	0,55	-18,0	-42,9	95,4	-41,8
altre operazioni finanziarie (2)	0,67	0,51	0,43	0,39	-12,7	-7,7	1,0	6,4
					34,7	-19,0	-7,7	-3,1
					(17,4)	(-10,1)	(-4,4)	(-5,3)
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)	3,68	3,37	3,19	2,99	4,9	-3,1	2,9	0,5
					(1,5)	(-0,6)	(4,0)	(0,6)
Costi operativi (d)	2,03	2,02	1,95	1,81	4,0	4,5	4,9	-0,1
di cui: <i>per il personale bancario</i> (3)	1,11	1,10	1,07	0,98	1,0	4,9	5,2	-1,3
Risultato di gestione (e=c-d) (2)	1,65	1,36	1,25	1,18	6,1	-12,5	-0,1	1,6
					(-2,2)	(-8,6)	(2,3)	(1,8)
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f)	0,66	0,56	0,52	0,28	91,3	-10,2	0,8	-41,1
di cui: <i>su crediti</i>	0,37	0,38	0,42	0,31	11,0	7,5	21,1	-20,0
Utile lordo (g=e-f) (2)	0,99	0,80	0,73	0,90	-17,9	-14,1	-0,7	31,8
					(-34,2)	(-7,0)	(3,8)	(42,7)
Imposte (h)	0,39	0,30	0,22	0,25	-14,4	-18,8	-21,5	20,5
Utile netto (g-h)	0,59	0,50	0,51	0,65	-20,1	-11,0	12,1	36,6
Dividendi distribuiti	0,39	0,33	0,34	0,38	-3,7	-11,5	11,5	21,7
	Altri indicatori							
	Utile lordo				Utile netto			
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (4)	14,5	10,5	10,4	13,1	8,8	6,2	7,2	9,5
	Consistenze				Variazioni percentuali			
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.889.724	1.998.624	2.170.483	2.327.988	5,5	5,7	8,5	7,3
Dipendenti totali	345.193	342.555	339.377	337.973	0,5	-0,7	-1,1	-0,4
di cui: <i>dipendenti bancari</i>	342.279	340.560	338.288	336.979	0,8	-0,4	-0,8	-0,4
Fondi intermediati per dipendente (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali	5.474	5.835	6.396	6.888	5,0	6,5	9,7	7,7
Valori a prezzi costanti (5)	4.723	4.911	5.242	5.524	2,2	3,9	6,8	5,4
Costo unitario del personale (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali (6)	61,1	62,4	64,2	65,6	0,8	2,0	3,0	2,2
Valori a prezzi costanti (5) (6)	52,7	52,5	52,6	52,6	-1,9	-0,6	0,4	0,0
<i>Per memoria (7):</i>								
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.893.413	2.006.179	2.174.905	2.334.279	5,8	6,0	8,4	7,3
Numero dei dipendenti totali (8)	343.814	341.615	337.684	337.162	-0,2	-0,6	-1,2	-0,2
di cui: <i>dipendenti bancari</i> (8)	341.297	340.440	336.649	336.205	0,1	-0,3	-1,1	-0,1

(1) Per le modalità di calcolo e la definizione delle voci cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e *Glossario*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori. – (2) Fra parentesi sono riportati i tassi di crescita calcolati escludendo i dividendi percepiti su partecipazioni bancarie se inclusi nell'aggregato. – (3) Comprendono le competenze, gli oneri per il trattamento di fine rapporto e quelli previdenziali nonché le provvidenze varie per il personale bancario; i dati includono anche gli oneri straordinari sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Il personale bancario è ottenuto sottraendo dal numero totale dei dipendenti gli addetti alle esattorie e quelli distaccati presso altri enti e sommando i dipendenti di altri enti distaccati presso la banca. – (4) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero e la variazione del fondo rischi bancari generali. – (5) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). – (6) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. – (7) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. – (8) Dati di fine periodo.

I ricavi da servizi sono aumentati del 6,4 per cento (1,0 nel 2003). Alla crescita hanno contribuito in gran parte i proventi derivanti dalla distribuzione di servizi di terzi (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*) e in misura più contenuta quelli riconducibili alla gestione professionale del risparmio. Le commissioni di incasso e pagamento sono aumentate del 2,2 per cento; la più lenta crescita rispetto al 2003 (6,4 per cento) è dovuta al rallentamento delle operazioni effettuate con carte di debito.

Negli ultimi cinque anni le banche italiane hanno progressivamente ampliato la distribuzione di servizi di altre società, principalmente assicurativi e di gestione patrimoniale. Nel 2004 queste attività hanno generato proventi pari al 27 per cento del totale dei ricavi da servizi (9 nel 2000); tale quota risulta più elevata per le banche "piccole" e "minori" (34 per cento nel 2004, contro 13 nel 2000).

I ricavi netti dall'attività di negoziazione di titoli e di valute sono scesi del 41,8 per cento, per effetto della contrazione dei proventi da operazioni in derivati su tassi di interesse. I ricavi da altre operazioni finanziarie sono diminuiti del 3,1 per cento, risentendo della riduzione dei dividendi sulle partecipazioni azionarie (-2,2 per cento).

Il margine d'intermediazione, escludendo i dividendi da azioni e partecipazioni in istituti di credito (circa la metà del totale dei dividendi), è cresciuto dello 0,6 per cento (4,0 nel 2003).

Nel 2004 l'andamento della redditività bancaria è risultato più favorevole per gli intermediari di minore dimensione. Le banche "piccole" e "minori" hanno registrato un aumento del margine d'interesse pari al 9,6 per cento (contro una diminuzione del 2,4 per le altre banche), in connessione con la maggiore espansione degli impieghi e la minore riduzione del differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo medio della raccolta. Gli altri ricavi sono cresciuti del 4,9 per cento (-3,0 per le altre banche), principalmente per effetto del forte aumento dei proventi da servizi. Complessivamente il margine d'intermediazione delle banche di minore dimensione è cresciuto del 7,9 per cento, mentre quello delle altre banche si è ridotto del 2,7 per cento.

Le spese per il personale sono diminuite dell'1,3 per cento (erano aumentate del 5,2 nel 2003), in seguito al forte calo degli oneri per la cessazione anticipata dei rapporti di lavoro. Al netto di tali oneri le spese per il personale sono cresciute dell'1,8 per cento.

Da un'indagine condotta presso i primi 19 gruppi creditizi italiani (ai quali fa capo il 77 per cento del totale del personale bancario) risulta che gli oneri contabilizzati nel conto economico del 2004 per cessazioni anticipate del rapporto di lavoro sono stati pari a 765 milioni (1.447 nel 2003); circa un terzo di tali costi (218 milioni) si riferisce a interventi gestiti dal Fondo di solidarietà (cfr. la Relazione sull'anno 2000). Gli oneri sono

riconducibili a 4.357 interruzioni del rapporto di lavoro avvenute nel 2004, a 7.664 che hanno avuto luogo in anni precedenti e a 4.827 rapporti di lavoro interessati da piani di ristrutturazione non ancora realizzati.

Il numero dei dipendenti bancari si è ridotto dello 0,4 per cento. Il costo unitario per il personale è cresciuto del 2,2 per cento, a 65.600 euro; l'aumento è in larga parte dovuto agli accantonamenti per l'adeguamento delle retribuzioni stabilito dal nuovo contratto nazionale.

Nel febbraio di quest'anno è stato rinnovato il contratto collettivo del settore bancario, sia per la parte normativa sia per quella economica, per il periodo 2004-05. Il nuovo accordo prevede per il biennio un aumento delle retribuzioni contrattuali medie pari al 5,8 per cento. Per lo scarto tra inflazione effettiva e programmata nel periodo 2002-03 è stato riconosciuto un aumento dell'1,9 per cento, corrisposto a titolo di una tantum nel febbraio 2005. Con decorrenza dallo stesso mese è stato inoltre riconosciuto un incremento del 2,0 per cento per il recupero del potere d'acquisto per il 2004. Infine sono previsti due ulteriori aumenti in luglio e in dicembre (0,9 e 1,0 per cento, rispettivamente) a fronte dell'inflazione programmata per il 2005.

Tra il 1998, anno in cui fu raggiunta l'intesa contrattuale tra l'ABI e le organizzazioni sindacali per il contenimento della dinamica retributiva, e il 2004 il costo unitario del personale è diminuito in media dell'1,2 per cento all'anno in termini reali (è aumentato dell'1,1 in termini nominali). Nello stesso periodo il numero dei dipendenti bancari è diminuito in media dello 0,3 per cento all'anno. La riduzione del costo unitario del personale in termini reali ha interessato tutte le classi dimensionali di intermediari. Il calo del numero dei dipendenti bancari ha invece riguardato solo le banche più grandi (-1,7 per cento), mentre è aumentato il personale delle banche "piccole" e "minori" (3,4 per cento).

Nel complesso i costi operativi sono rimasti pressoché invariati. Il risultato di gestione è aumentato dell'1,8 per cento (2,3 nel 2003).

Le rettifiche nette di valore su cespiti patrimoniali e gli accantonamenti si sono ridotti del 41,1 per cento e hanno assorbito il 24 per cento del risultato di gestione (42 nel 2003).

La diminuzione delle rettifiche nette su cespiti patrimoniali è ascrivibile a due fattori. In primo luogo, le svalutazioni e gli accantonamenti su crediti si sono ridotti (-20,0 per cento), dopo l'aumento determinato nel 2003 dal dissesto del gruppo Parmalat. In secondo luogo, le banche si sono adeguate alle disposizioni del decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, che elimina la possibilità di effettuare rettifiche di valore e accantonamenti in applicazione di norme tributarie e impone di annullare l'effetto di quelle realizzate nei precedenti esercizi, evidenziando l'importo delle correzioni nelle voci straordinarie (cosiddetto disinquanamento fiscale); ciò ha determinato un forte aumento del saldo tra sopravvenienze e insussistenze dell'attivo e del passivo.

Al netto delle imposte dirette l'utile è aumentato del 36,6 per cento. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), ottenuto sommando agli utili la variazione del fondo rischi bancari generali (-63 milioni) e il reddito netto delle filiali all'estero (292 milioni) è stato pari al 9,5 per cento (7,2 nel 2003).

La redditività delle banche italiane nel periodo 1999-2003 è risultata in linea con quella media dell'area dell'euro e inferiore a quella dei sistemi bancari anglosassoni, che hanno beneficiato del migliore andamento dell'economia reale. Una stima econometrica condotta con riferimento ai sistemi bancari dei principali paesi industriali per il periodo 1981-2003 pone in luce la relazione positiva tra redditività bancaria e sviluppo economico. In particolare, una più sostenuta dinamica del PIL accresce il margine di interesse delle banche (attraverso la maggiore domanda di finanziamenti) e contiene le svalutazioni dei cespiti patrimoniali (grazie all'effetto positivo sulla qualità del credito). Un aumento dei tassi di interesse a breve termine ha conseguenze di rilievo sulle perdite su crediti, riducendo la capacità dei debitori di onorare il servizio del debito e aumentando la loro probabilità di fallimento. Tassi di interesse a medio e a lungo termine più elevati si accompagnano invece a un più alto margine di interesse, in ragione del fatto che la durata media dell'attivo dei bilanci bancari è solitamente superiore a quella del passivo.

Il sistema bancario italiano ha ampliato la dotazione patrimoniale. A dicembre del 2004 il patrimonio di vigilanza ammontava, su base consolidata, a 149,2 miliardi (cfr. nell'Appendice: tav. aE10), il 7 per cento in più rispetto a un anno prima. Il coefficiente di solvibilità (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era lievemente aumentato, all'11,6 per cento (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2004 la raccolta netta consolidata degli investitori istituzionali italiani si è ridotta del 17,5 per cento, a 59 miliardi di euro (tav. D18). Per effetto anche dell'incremento dei corsi azionari e obbligazionari, il patrimonio netto consolidato è salito del 7,8 per cento, a 1.176 miliardi; in rapporto al PIL è aumentato di 3,2 punti percentuali, all'87,0 per cento.

Tav. D18

INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI: FLUSSI E CONSISTENZE DELLE ATTIVITÀ GESTITE (milioni di euro; valori percentuali)

Voci	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2003	2004 (1)	2003	2004 (1)	Quote percentuali	
					2003	2004 (1)
Fondi comuni (2)	11.381	-15.212	403.618	399.882	34,2	31,9
Assicurazioni (3)	46.670	43.848	330.240	374.088	28,0	29,8
Fondi pensione (4)	1.713	1.717	29.115	30.832	2,5	2,5
Gestioni patrimoniali	5.364	14.296	418.128	448.661	35,4	35,8
Totale ...	65.128	44.649	1.181.101	1.253.463	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	71.130	58.691	1.090.393	1.175.861	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>5,5</i>	<i>4,3</i>	<i>83,8</i>	<i>87,0</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle altre categorie di intermediari.

In Italia, agli investitori istituzionali fa capo il 29,9 per cento delle attività finanziarie complessive delle famiglie, un livello comparativamente basso rispetto agli altri maggiori paesi; alla fine del 2003 tale rapporto era pari al 35,6 per cento in Germania, al 39,0 in Francia e al 41,8 negli Stati Uniti (tav. D19). Tra il 2000 e il 2004 la quota del portafoglio delle famiglie italiane gestita dagli investitori istituzionali si è leggermente ridotta. Il calo dei fondi comuni è stato in parte compensato dall'aumento delle polizze assicurative e delle gestioni patrimoniali. Negli altri principali paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti il peso degli investitori istituzionali è invece aumentato, per effetto di una moderata crescita dei fondi comuni e dell'espansione delle polizze assicurative.

In presenza di una decisa ripresa degli acquisti diretti di titoli di Stato da parte delle famiglie, si sono avuti cospicui riscatti netti di quote di fondi comu-

ni armonizzati (i tradizionali fondi aperti che investono principalmente in titoli quotati). È nel contempo proseguito lo sviluppo dei fondi speculativi di diritto italiano, degli *exchange-traded funds* (ETF) e dei fondi chiusi immobiliari.

Tav. D19

**INCIDENZA DEL PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE NEI PRINCIPALI
PAESI DELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI**

(dati di fine periodo; valori percentuali)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (1)
Italia						
Fondi comuni (2)	18,6	16,6	14,3	12,0	12,2	10,3
Assicurazioni	6,1	6,9	8,1	9,2	10,3	10,4
Fondi pensione	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Altre istituzioni (3)	7,7	6,7	8,0	8,6	8,6	8,3
Totale ...	33,3	31,1	31,3	30,8	32,1	29,9
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>78,2</i>	<i>73,8</i>	<i>70,6</i>	<i>67,9</i>	<i>72,0</i>	<i>73,5</i>
Francia						
Fondi comuni (2)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,2	10,0
Assicurazioni	21,8	24,4	26,4	29,4	29,8	33,9
Totale ...	30,5	33,6	35,8	38,8	39,0	43,9
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>71,2</i>	<i>73,1</i>	<i>73,6</i>	<i>72,3</i>	<i>76,7</i>	<i>77,4</i>
Germania						
Fondi comuni (2)	10,1	11,2	11,7	11,5	11,8	....
Assicurazioni (4)	19,5	20,6	21,4	24,3	23,8	....
Fondi pensione (4)	1,9	1,9	1,9	....	....	....
Totale ...	31,5	33,7	35,0	35,8	35,6	....
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>56,0</i>	<i>59,6</i>	<i>61,7</i>	<i>61,7</i>	<i>64,4</i>	<i>....</i>
Stati Uniti						
Fondi comuni (2)	11,0	11,3	11,8	11,4	11,7	12,1
Assicurazioni	7,4	7,9	8,6	9,8	9,5	9,8
Fondi pensione (5)	19,9	19,5	18,6	17,2	17,9	18,0
Altre istituzioni (6)	3,3	3,3	3,0	2,8	2,7	2,6
Totale ...	41,6	42,0	42,0	41,2	41,8	42,5
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>155,7</i>	<i>143,9</i>	<i>133,2</i>	<i>117,4</i>	<i>129,7</i>	<i>133,2</i>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Riserva federale e OCSE.

(1) Dati provvisori. I dati della Francia sono relativi al terzo trimestre. – (2) Sono inclusi i fondi esteri. – (3) Dato relativo al totale delle gestioni patrimoniali al netto degli investimenti in quote di fondi comuni; include anche le gestioni di patrimoni appartenenti a settori istituzionali diversi dalle famiglie. – (4) Dal 2002 il dato dei fondi pensione è incluso in quello delle assicurazioni. – (5) Dato relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali. Sono esclusi i piani pensionistici federali. – (6) Dato relativo ai *trust* individuali e a quelli immobiliari.

I fondi comuni armonizzati hanno effettuato consistenti vendite nette di titoli pubblici e di titoli esteri. Il loro rendimento medio è stato pari al 3,5 per cento, sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.

Le gestioni patrimoniali hanno registrato un aumento della raccolta netta, dopo due anni di afflussi molto contenuti. I loro investimenti si sono diretti prevalentemente verso le obbligazioni e i titoli di Stato. Il rendimento medio è stato del 3,9 per cento.

La raccolta premi delle compagnie di assicurazione ha continuato ad aumentare, ma a un ritmo molto inferiore a quello degli anni precedenti. Sono migliorati significativamente i risultati di bilancio delle compagnie.

È proseguita la crescita delle attività dei fondi pensione, grazie all'espansione degli intermediari istituiti dopo la riforma del 1993. I rendimenti medi dei fondi pensione negoziali e di quelli aperti sono stati pari, rispettivamente, al 4,5 e al 4,3 per cento.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2004 i fondi comuni armonizzati italiani hanno registrato un deflusso netto di risparmio pari a 30,6 miliardi, contro un afflusso netto per 6,6 miliardi nel 2003 (tav. D20). La raccolta netta dei fondi comuni esteri istituiti da intermediari italiani si è invece mantenuta attorno ai livelli dell'anno precedente (14,0 miliardi, contro 15,6 nel 2003).

Tav. D20

FONDI COMUNI ITALIANI: STRUTTURA DEL MERCATO (1)

(numero di unità e milioni di euro)

Voci	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Fondi aperti armonizzati	1.015	968	378.781	358.292	6.628	-30.632
Fondi aperti speculativi	81	137	5.768	11.728	3.263	5.500
di cui: <i>fondi di fondi</i>	72	126	5.426	11.284	3.016	5.411
Altri tipi di fondi aperti	188	199	13.305	19.996	1.221	6.173
di cui: <i>fondi di fondi</i>	162	157	7.809	12.544	1.196	4.535
Totale fondi aperti ...	1.284	1.304	397.854	390.016	11.112	-18.959
Fondi chiusi mobiliari	35	50	1.350	1.781	65	340
di cui: <i>riservati</i>	21	37	432	951	15	336
Fondi chiusi immobiliari	19	31	4.414	8.085	204	3.407
di cui: <i>riservati</i>	4	11	979	2.977	204	2.150
Totale fondi chiusi ...	54	81	5.764	9.866	269	3.747
Totale ...	1.338	1.385	403.618	399.882	11.381	-15.212

(1) Sono incluse anche le Sicav. – (2) Fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per il numero di fondi autorizzati, cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*.

I riscatti netti di quote subiti dai fondi italiani sono in parte riconducibili alle strategie di offerta delle banche, volte a collocare presso la clientela fondi comuni di società di gestione da esse stesse insediate in centri finan-

ziari esteri, dove è più bassa la tassazione del reddito d'impresa. Il deflusso di risorse dai fondi italiani ha inoltre riflesso la crescente propensione dei risparmiatori italiani all'investimento diretto in titoli di Stato (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

I rimborsi netti di quote, concentrati nei comparti dei fondi monetari e obbligazionari (tav. D21), hanno raggiunto importi cospicui nei mesi centrali dell'anno, quando in questi due comparti i rendimenti medi sono scesi su valori assai contenuti (rispettivamente, 1,2 e 0,8 per cento sui dodici mesi).

Tav. D21

PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI (1)
(milioni di euro e quote percentuali)

Voci	2003	2004	I trim. 2005 (2)	2003	2004	Marzo 2005 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	15.383	-4.120	-4.695	45,2	45,2	44,2
A breve termine e indicizzati	16.963	4.651	-4.221	20,0	22,0	20,9
BOT	12.457	5.524	-6.140	8,7	10,6	8,7
CCT	4.506	-873	1.918	11,3	11,4	12,2
A medio e a lungo termine ...	-1.580	-8.771	-473	25,2	23,2	23,3
CTZ	1.778	936	440	2,6	3,0	3,1
BTP	-4.295	-9.446	-826	18,5	16,1	15,9
Altri	938	-260	-87	4,1	4,1	4,2
Azioni italiane	-1.377	-138	-556	5,0	5,7	5,9
Titoli esteri	8.562	-9.148	-767	49,8	49,0	49,8
Titoli di Stato e obbligazioni ..	6.253	-3.270	1.481	29,0	28,9	29,8
Azioni	2.308	-5.878	-2.248	20,8	20,2	20,1
Altre attività finanziarie	30	-4	24	-	-	-
Totale ...	22.597	-13.409	-5.994	100,0	100,0	100,0
<i>Per memoria :</i>						
Raccolta netta (3)	6.628	-30.632	-6.446	-	-	-
Fondi obbligazionari	1.523	-13.499	-494	-	-	-
Fondi monetari (4)	13.243	-9.207	-3.633	-	-	-
Fondi bilanciati	-4.844	-3.296	-491	-	-	-
Fondi azionari	-4.680	-6.627	-2.444	-	-	-
Fondi flessibili	1.386	1.997	616	-	-	-
Portafoglio	-	-	-	336.962	323.901	318.469

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Dati provvisori. - (3) La ripartizione per comparto è basata sulla classificazione Assogestioni. - (4) Fondi di liquidità area euro e fondi di liquidità area dollaro.

La raccolta netta dei fondi comuni è stata positiva negli altri principali paesi dell'area dell'euro con l'eccezione della Germania, dove si è verificato un deflusso netto di risparmio pari a circa 6,7 miliardi (tav. D22). Nei mercati europei gli investitori hanno manifestato una preferenza per i fondi obbligazionari e per quelli azionari. I fondi monetari hanno invece registrato quasi ovunque riscatti netti di quote.

**RACCOLTA NETTA E PATRIMONIO NETTO
DEI FONDI COMUNI MOBILIARI
NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E NEGLI STATI UNITI (1)**
(dati annuali)

Voci	Italia	Germania	Francia (2)	Lussemburgo e Irlanda (3)		Area dell'euro (4)	Regno Unito	Stati Uniti
					di cui: controllati da interme- diari italiani			
Raccolta netta <i>(milioni di euro)</i>								
Totale								
2003	6.628	5.620	66.234	76.836	15.581	193.648	14.452	-33.745
2004	-30.632	-6.670	54.920	93.328	13.951	152.052	7.027	38.148
Azionari								
2003	-4.680	2.379	22.842	29.080	3.420	69.143	4.484	120.568
2004	-6.627	-2.238	20.800	47.769	3.502	74.125	3.091	130.321
Obbligazionari								
2003	1.523	4.884	10.800	46.351	9.193	73.554	8.890	24.527
2004	-13.499	2.371	17.260	40.061	9.409	59.869	3.202	-7.535
Bilanciati (5)								
2003	-3.458	-1.130	11.363	7.728	435	9.673	995	25.797
2004	-1.299	-129	120	6.667	-1.651	16.449	1.461	31.247
Monetari								
2003	13.243	-513	21.229	-6.323	2.533	41.278	83	-204.637
2004	-9.207	-6.674	16.740	-1.169	2.691	1.609	-727	-115.884
Patrimonio netto di fine anno <i>(miliardi di euro)</i>								
Totale								
2003	379	219	909	1.160	119	3.163	314	5.870
2004	358	217	1.007	1.368	139	3.518	362	5.952
<i>in percentuale del PIL</i>								
2003	29,1	10,3	58,4	—	—	43,5	20,1	67,4
2004	26,5	10,0	62,2	—	—	46,5	22,0	69,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, EFAMA, ICI e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono in valori mobiliari e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti alla UE, i fondi armonizzati). Non sono inclusi i fondi di fondi, salvo diversa indicazione. – (2) I dati sul patrimonio netto includono anche i fondi di fondi. – (3) Per la raccolta netta, il dato si riferisce solo al Lussemburgo. – (4) Per la raccolta netta, i dati non includono Belgio, Irlanda e Paesi Bassi. Per il patrimonio netto, i dati disponibili per i Paesi Bassi sono relativi al settembre 2004. – (5) Per i fondi italiani e per quelli lussemburghesi e irlandesi controllati da intermediari italiani, il dato include anche i fondi flessibili.

Nel 2004 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati italiani è diminuito del 5,5 per cento, a 358 miliardi. Considerando anche i fondi insediati all'estero, il patrimonio complessivo facente capo a intermediari italiani ammontava alla fine dello scorso dicembre a circa 500 miliardi (come un anno prima), pari al 14,1 per cento delle risorse affidate ai fondi comuni armonizzati nell'area dell'euro.

L'offerta di fondi. – Nel 2004 è ulteriormente diminuito il numero di fondi armonizzati italiani, principalmente per effetto di operazioni di fusione tra società di gestione (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). In linea con una tendenza comune ai maggiori paesi industriali, è proseguita l'espansione dei fondi speculativi, degli ETF e dei fondi chiusi immobiliari.

La maggior parte dei fondi speculativi italiani operano come fondo di fondi e investono in quote di hedge funds esteri (cfr. il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali, nella Relazione sull'anno 2003). Nel 2004 il numero di fondi speculativi è salito da 81 a 137. Il patrimonio netto è raddoppiato, sfiorando i 12 miliardi; alla fine dell'anno esso rappresentava il 2,9 per cento delle attività nette complessive dei fondi comuni italiani. Il risparmio affluito a questi intermediari nel corso del 2004 è ammontato a 5,5 miliardi, contro 3,3 nel 2003.

Nel 2004 è proseguita presso la borsa italiana la crescita degli ETF. Gli scambi medi giornalieri sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente; i differenziali denaro-lettera sono stati molto contenuti.

Gli ETF sono strumenti di investimento collettivo del risparmio scambiati su mercati regolamentati che mirano a replicare indici finanziari. Rispetto alle altre forme di gestione collettiva del risparmio, hanno commissioni di gestione estremamente contenute, consentono di replicare gli indici di riferimento con uno stretto margine di scostamento e, infine, sono prontamente liquidabili, alla stregua di un titolo azionario. In Europa la quotazione dei primi ETF risale al 2000, in Italia alla fine del 2002; negli Stati Uniti sono quotati dal 1993 e da allora registrano una crescita assai elevata.

Alla fine del 2004 presso la borsa italiana erano quotati 20 ETF (13 un anno prima). Di questi, 16 sono riferiti a indici azionari (dell'area dell'euro, del mercato statunitense e internazionali), 3 sono legati all'andamento dei titoli di Stato dell'area dell'euro e uno replica un indice di obbligazioni societarie dell'area. Nel 2004 una significativa espansione di questi strumenti finanziari si è verificata anche negli altri mercati dell'area: il numero di ETF è passato da 55 a 63 presso la borsa tedesca e da 48 a 57 sul mercato Euronext.

I fondi chiusi immobiliari. – Nel 2004 si è intensificato lo sviluppo dei fondi chiusi immobiliari italiani (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). Alla fine dell'anno il patrimonio netto ammontava a 8 miliardi, il 2,0 per cento delle risorse totali dei fondi comuni italiani e, secondo i dati delle associazioni di categoria, il 6,0 per cento del mercato dei fondi immobiliari nell'area dell'euro. Dei 31 fondi operativi, 16 erano quotati in borsa.

I primi fondi immobiliari sono divenuti operativi nel nostro paese alla fine degli anni novanta in seguito a rilevanti innovazioni di carattere normativo. Negli anni successivi, contrassegnati da forti tensioni sui mercati finanziari e da un sostenuto incremento dei prezzi degli immobili, è rapidamente cresciuto sia il numero di fondi sia il patrimonio gestito. L'espansione del comparto è stata agevolata anche dal regime fiscale favorevole.

In Italia i fondi comuni immobiliari devono assumere per legge la forma chiusa. La durata non può essere superiore a trenta anni, mentre non vi è alcun vincolo di durata minima. Il fondo chiuso immobiliare può essere quotato in borsa; in tal caso, l'investitore può liquidare la quota anticipatamente sul mercato azionario, ma esponendosi a un rischio in conto capitale. Un fondo chiuso immobiliare non può effettuare prestiti (salvo casi specifici), né vendere allo scoperto, né partecipare alla costruzione di beni immobili. È inoltre soggetto a una serie di vincoli volti a disciplinare i conflitti di interesse. Può invece contrarre prestiti entro determinati limiti.

I fondi chiusi immobiliari sono soggetti all'ICI, mentre sono esenti da imposte sui redditi, dall'IRAP e da ritenute sui proventi finanziari conseguiti (con limitate eccezioni). Ai sottoscrittori di quote di fondi chiusi immobiliari si applica una ritenuta pari al 12,5 per cento dei proventi effettivamente realizzati (dividendi percepiti ed eventuale differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto della quota), invece che dei proventi maturati, come avviene per la generalità dei fondi; i sottoscrittori non residenti sono esenti dalla ritenuta.

Alla fine del 2004 il patrimonio immobiliare dei fondi chiusi immobiliari italiani (pari all'85,5 per cento del totale delle attività) era costituito per tre quarti da edifici destinati a uffici, collocati soprattutto nelle regioni del nord ovest e del centro del Paese. Per i fondi quotati in borsa, il totale annuo degli oneri di gestione ammontava in media all'1,8 per cento del patrimonio di fine anno (1,6 alla fine del 2003).

Nel quadriennio 2001-04 le quote dei fondi chiusi immobiliari scambiate in borsa hanno registrato un rendimento medio pari al 5,1 per cento su base annua, a fronte di una variabilità generalmente elevata. I rendimenti dei singoli fondi hanno evidenziato un'ampia dispersione.

Il prezzo a cui vengono scambiate le quote di fondi immobiliari in borsa è normalmente inferiore a quello che rispecchia il controvalore del patrimonio netto ai dati di bilancio; lo scarto tra i due valori (sconto) risulta assai variabile nel tempo. Nel quadriennio 2001-04 lo sconto di borsa sui fondi chiusi immobiliari italiani è stato dell'ordine del 25 per cento; esso è stato influenzato da caratteristiche del fondo quali la durata residua e il grado di indebitamento. Nel complesso, i fondi chiusi immobiliari quotati italiani hanno evidenziato una bassa correlazione con l'indice generale azionario della borsa italiana; ciò suggerisce un possibile utilizzo di questi strumenti a fini di diversificazione del rischio di portafoglio.

Composizione del portafoglio. – Nel 2004 i fondi comuni armonizzati italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 13,4 miliardi, contro acquisti netti per 22,6 miliardi nell'anno precedente (tav. D21). Particolarmente rilevanti sono state le cessioni di BTP e di azioni e obbligazioni estere. Gli acquisti netti hanno interessato solo le categorie dei BOT e dei CTZ e sono stati volti a ridurre la durata finanziaria del portafoglio in una fase caratterizzata da attese di risalita dei tassi d'interesse, ridimensionatesi progressivamente nella seconda metà dell'anno.

Nell'arco del 2004 la quota di titoli esteri nel portafoglio dei fondi comuni armonizzati è scesa lievemente, al 49,0 per cento. È nel contempo risalito al 5,7 per cento il peso delle azioni italiane, per effetto dell'ampio rialzo delle quotazioni. L'incidenza complessiva dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiani è rimasta stabile al 45,2 per cento.

Il rendimento e le commissioni. – Nel 2004 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato pari al 3,5 per cento (3,6 per cento nel 2003; tav. D23). I differenziali tra i rendimenti registrati nei principali comparti di investimento sono stati relativamente contenuti rispetto al passato. I risultati migliori sono stati ottenuti dai comparti che hanno potuto beneficiare del rialzo degli indici di borsa: i rendimenti medi dei fondi azionari, flessibili e bilanciati sono stati pari, rispettivamente, al 7,2, al 4,7 e al 4,6 per cento, a fronte del 2,3 per cento dei fondi obbligazionari e dell'1,3 di quelli monetari.

Tav. D23

**RENDIMENTI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI
E DEI PRINCIPALI INVESTIMENTI ALTERNATIVI**
(valori percentuali)

Anni	Fondi comuni (1)				Investimenti alternativi					
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Totale	Azioni italiane (2)	Azioni estere (3)	BTP (4)	CCT (4)	BOT (5)	Obbligazioni estere (6)
1990	-13,3	-8,0	10,5	-3,5	-23,2	-26,1	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991	7,5	7,3	11,6	9,9	0,8	19,3	13,6	13,2	11,2	17,6
1992	5,2	3,9	11,3	8,3	-7,8	22,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993	37,1	32,8	19,9	25,4	46,4	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994	-3,6	-1,2	-1,3	-2,4	2,2	-0,9	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995	1,3	3,9	10,4	6,8	-2,1	18,2	15,6	11,3	9,0	16,7
1996	8,4	9,5	9,4	9,3	16,9	8,5	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997	30,3	24,8	6,6	11,8	59,5	34,2	11,4	6,1	5,7	18,1
1998	22,2	18,1	5,2	9,4	41,6	16,8	10,4	5,3	4,3	7,0
1999	35,7	16,7	0,3	12,6	22,3	45,4	-1,5	3,3	3,2	13,7
2000	-8,8	-0,5	4,3	-3,6	5,4	-82,8	6,3	4,4	3,7	8,2
2001	-17,0	-7,2	2,8	-8,0	-25,1	-12,2	6,6	4,9	4,6	4,3
2002	-26,3	-12,1	2,2	-9,1	-23,7	-32,7	8,7	3,8	3,2	-15,0
2003	10,1	5,6	1,6	3,6	14,9	10,5	3,7	2,4	2,7	-21,1
2004	7,2	4,6	2,3	3,5	17,5	6,4	7,6	2,1	2,1	-5,2

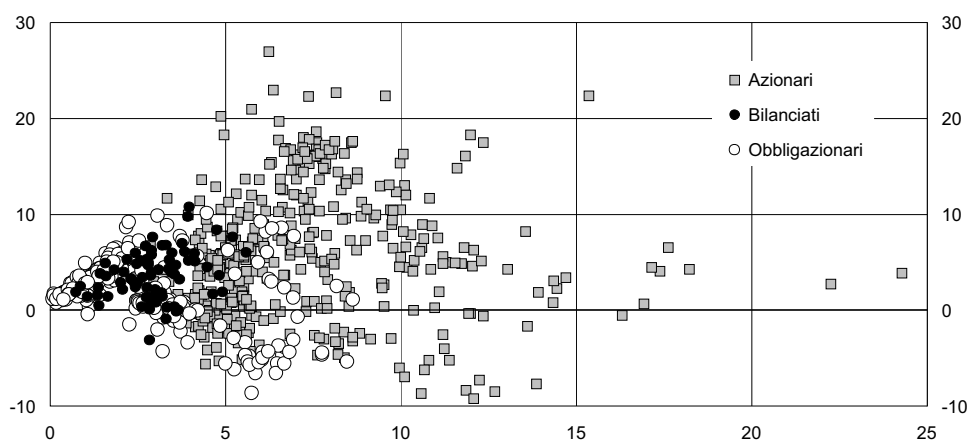
(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. – (2) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla Borsa italiana; include i dividendi. – (3) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi, al netto delle ritenute alla fonte, e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. – (4) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione relativo ai prezzi dei titoli rilevati alla borsa italiana; fino al 1998, calcolata al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (5) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno; fino al 1998, calcolato al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (6) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

Sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario è risultata relativamente contenuta rispetto al passato la dispersione dei rendimenti dei singoli fondi (fig. D18). Riflettendo l'ampio calo della variabilità dei corsi azionari e obbligazionari riscontrato su tutti i principali mercati finanziari (cfr. il capitolo:

Il mercato dei valori mobiliari), in ambedue i comparti si è verificata anche una netta riduzione della variabilità dei rendimenti mensili ottenuti dai singoli fondi.

Fig. D18

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
RENDIMENTO E VARIABILITÀ (1)**
(valori percentuali nel 2004)



1) Asse verticale=rendimento; asse orizzontale=deviazione standard annualizzata dei rendimenti mensili.

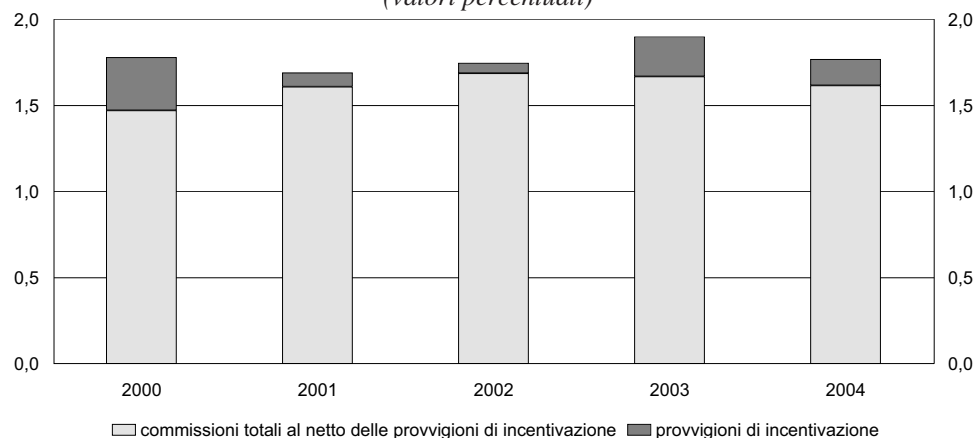
I rendimenti più elevati sono stati conseguiti dai fondi azionari specializzati nei settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità (pari, in media, al 20 e al 17 per cento, rispettivamente); apprezzamenti considerevoli sono stati registrati anche dalle quote di fondi di azioni italiane, di paesi emergenti e di paesi dell'area dell'euro (16, 10 e 9 per cento, rispettivamente). Risultati particolarmente negativi sono stati invece realizzati dai fondi che investono in azioni di società informatiche (-8 per cento) e in obbligazioni a medio-lungo termine denominate in dollari statunitensi (-6 per cento).

Nel 2004 le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) pagate dai fondi comuni armonizzati italiani sono ammontate a 4,8 miliardi, di cui 4,2 nei confronti delle società di gestione. L'incidenza delle commissioni totali (calcolate al netto delle commissioni di negoziazione titoli per comparabilità con i dati degli anni precedenti) sul patrimonio netto medio annuo si è ridotta lievemente, scendendo dall'1,89 all'1,76 per cento (fig. D19); il calo è dovuto principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione e di quelle di incentivo corrisposte alla società di gestione (-0,04 e -0,06 punti percentuali, rispettivamente).

In rapporto al patrimonio netto medio annuo, le commissioni totali pagate dai fondi sono scese nel comparto azionario e in quello flessibile (di 0,19 e 0,15 punti, rispettivamente, al 2,25 e all'1,79 per cento), mentre sono rimaste sostanzialmente stabili nel comparto obbligazionario, in quello bilanciato e in quello monetario (all'1,22, all'1,87 e allo 0,66 per cento, rispettivamente).

Fig. D19

FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI: COMMISSIONI TOTALI (1)
(valori percentuali)

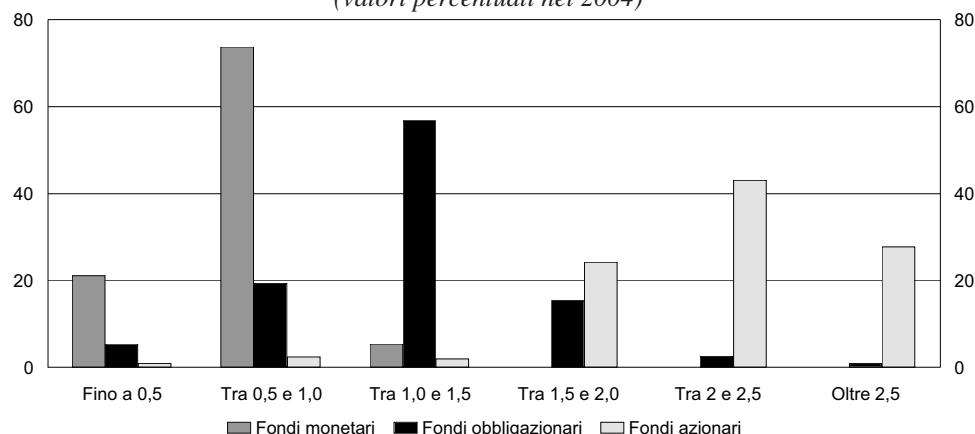


(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolate come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. Per continuità con i dati del triennio 2000-02, sono escluse le commissioni di negoziazione titoli. I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Per i fondi monetari i tre quarti delle commissioni totali annue si collocano tra lo 0,5 e l'1,0 per cento (fig. D20). Nel comparto obbligazionario, la dispersione è più elevata: la maggior parte dei fondi sostiene costi totali compresi tra lo 0,5 e il 2,0 per cento. Nel comparto azionario, infine, quasi tutti i fondi pagano commissioni totali superiori all'1,5 per cento e circa un terzo di essi superiori al 2,5 per cento.

Fig. D20

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
DISTRIBUZIONE DELLE COMMISSIONI TOTALI DEI SINGOLI FONDI (1)**
(valori percentuali nel 2004)



(1) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue pagate dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate. Le commissioni totali sono espresse in percentuale del patrimonio netto annuo medio. I dati si riferiscono a fondi comuni e a Sicav armonizzati.

Secondo i dati di Borsa Italiana, alla fine del 2004 per gli ETF quotati sul listino italiano le commissioni totali annue in rapporto al patrimonio netto erano in media pari allo 0,42 per cento per gli ETF che replicano indici azionari e allo 0,17 per cento per quelli che replicano indici obbligazionari e di titoli di Stato.

Le gestioni di patrimoni mobiliari

Nel 2004 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è aumentata significativamente (14,3 miliardi, contro 5,4 nel 2003; tav. D24). Il totale delle attività gestite è salito da 418 a 449 miliardi. La quota di mercato delle SIM è rimasta invariata (al 5 per cento), mentre si è registrato uno spostamento di risorse dalle banche (dal 40 al 33 per cento) alle SGR (dal 55 al 62 per cento), anche per effetto del processo di accentramento presso questi ultimi intermediari dei servizi di gestione del risparmio all'interno dei gruppi bancari.

Tav. D24

PORTAFOGLIO TITOLI DELLE GESTIONI PATRIMONIALI ITALIANE (1) (milioni di euro e quote percentuali)

Voci	2003	2004 (2)	2003	2004 (2)
	Flussi netti		Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)	
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	-10.569	8.214	38,0	38,1
A breve termine e indicizzati	1.835	-447	12,6	11,8
BOT	3.035	1.283	1,9	2,1
CCT	-1.200	-1.730	10,7	9,7
A medio e a lungo termine	-12.404	8.661	25,4	26,3
CTZ	210	813	1,3	1,3
BTP	-14.825	3.909	18,2	18,5
Altri titoli di Stato	-437	1.406	0,9	0,9
Obbligazioni	2.648	2.533	5,0	5,6
Azioni italiane	-225	2.169	2,7	3,4
Quote di fondi comuni italiani	-7.785	-13.297	18,6	14,3
Titoli esteri	32.336	23.131	40,3	43,8
Titoli di Stato e obbligazioni	14.610	10.093	15,3	16,5
Azioni	1.421	889	2,1	1,9
Quote di fondi comuni	16.305	12.149	22,9	25,4
Altre attività finanziarie	-418	-662	0,4	0,4
Totale ...	13.339	19.555	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Raccolta netta	5.364	14.296	—	—
Banche	-1.373	-18.037	—	—
SIM	-13.108	265	—	—
SGR	19.845	32.068	—	—
Portafoglio	—	—	402.998	436.208
Totale attività gestite ...	—	—	418.128	448.661

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

In base a dati relativi alle sole SGR, alla fine del 2004 il 73 per cento del patrimonio delle gestioni patrimoniali era riconducibile a mandati che prevedevano la possibilità di investire sia in valori mobiliari sia in fondi (tra i restanti, il 14 per cento investivano solo in valori mobiliari e il 13 per cento solo in fondi). Il peso delle gestioni patrimoniali garantite (contratti nei quali il gestore si obbliga a restituire al cliente almeno il capitale investito, o anche a corrispondere un rendimento minimo) era estremamente ridotto (0,1 per cento); le SGR possono offrire questa categoria di prodotti solo nel caso in cui la garanzia sia assunta da un soggetto terzo abilitato alla negoziazione di strumenti finanziari in conto proprio (banche o SIM).

Sul totale dei fondi comuni detenuti dalle gestioni patrimoniali delle SGR, la quota di fondi speculativi italiani è salita nel 2004 dall'1,5 al 2,0 per cento, quella di fondi chiusi (italiani ed esteri) si è ridotta dallo 0,7 allo 0,3 per cento.

Nel portafoglio delle gestioni patrimoniali è scesa considerevolmente la percentuale di fondi comuni italiani (di 4,3 punti percentuali, al 14,3 per cento), a vantaggio di quelle di fondi comuni esteri, di titoli obbligazionari esteri e di azioni italiane (salite, rispettivamente, al 25,4, 16,5 e 3,4 per cento). È invece rimasta pressoché invariata l'incidenza complessiva di titoli di Stato e obbligazioni italiani.

Nel 2004 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, che approssima il rendimento della gestione nell'ipotesi di un integrale reinvestimento delle cedole) è salito al 3,9 per cento, dal 2,3 dell'anno precedente.

Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione

Le compagnie di assicurazione. – Nel 2004 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione è cresciuta del 4,2 per cento (tav. D25), un ritmo sensibilmente inferiore a quello medio del quadriennio 2000-03 (11,9 per cento). La decelerazione è ascrivibile al ramo vita, dove la raccolta premi ha rallentato nel comparto delle tradizionali polizze vita rivalutabili (dal 16,5 per cento del 2003 all'8,3) e si è contratta in quello delle polizze collegate a fondi di investimento o indici di mercato (-7,8 per cento, contro una crescita dell'8,1 nel 2003).

Sulla base dei dati dell'Isvap, nel 2004 la quota dei premi del ramo vita affluiti attraverso gli sportelli bancari e postali ha registrato una lieve flessione, scendendo dal 59,6 al 59,2 per cento (pari a 38,6 miliardi); si è ridotta anche la quota dei premi del ramo vita raccolti dai promotori finanziari (dal 10,8 al 9,2 per cento), mentre è aumentata quella riconducibile alle agenzie, ai brokers e alle altre forme di vendita diretta (dal 29,6 al 31,6 per cento).

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE ITALIANE:
PRINCIPALI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ (1)
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

Anni	Attività						Passività		Per memoria: raccolta premi (5)
	Depositi e contante (2)	Titoli (2)	Mutui e annualità (3)	Immobili	Altri attivi netti	Totale	Riserve tecniche (4)	Patrimonio netto	
Ramo vita									
2001	5.723	201.275	995	1.889	5.522	215.404	196.099	19.305	46.329
2002	5.070	231.984	1.133	903	9.308	248.398	228.214	20.184	55.294
2003	5.177	278.803	1.137	823	8.763	294.703	272.096	22.607	62.780
2004 (6) ..	5.502	318.100	1.048	808	11.470	336.928	312.783	24.145	65.627
Ramo danni (7)									
2001	2.883	54.969	-3.454	5.909	7.988	68.295	52.657	15.638	29.926
2002	2.965	58.746	-2.814	4.581	9.095	72.573	55.355	17.218	32.415
2003	2.571	63.418	-2.569	3.711	9.748	76.879	58.144	18.735	34.213
2004 (6) ..	2.485	67.540	-3.208	4.042	11.263	82.122	61.305	20.817	35.411
Totale									
2001	8.606	256.244	-2.459	7.798	13.510	283.699	248.756	34.943	76.255
2002	8.035	290.730	-1.681	5.484	18.403	320.971	283.569	37.402	87.709
2003	7.748	342.221	-1.432	4.534	18.511	371.582	330.240	41.342	96.993
2004 (6) ..	7.987	385.640	-2.160	4.850	22.733	419.050	374.088	44.962	101.038

Fonte: elaborazioni su dati Isvap e ANIA.
(1) Sono escluse le rappresentanze di imprese con sede in paesi UE, mentre sono incluse quelle di imprese con sede in paesi extra UE. –
(2) Sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. – (3) Al netto delle corrispondenti voci passive. – (4) Al netto delle riserve tecniche a carico dei riassicuratori. – (5) Dati relativi al lavoro diretto italiano; includono i premi incassati dalle sedi secondarie nei paesi della UE. – (6) Dati parzialmente stimati. – (7) Sono incluse anche le imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione.

La raccolta premi delle polizze assicurative connesse con le forme pensionistiche individuali, istituite nel gennaio 2001, è aumentata nel 2004 del 13,7 per cento rispetto all'anno precedente, ammontando a 829 milioni. Oltre la metà dei premi sono stati raccolti mediante agenzie, brokers e altre forme di vendita diretta.

Da un'indagine condotta presso 458 banche risulta che, nel 2004, 96 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti attraverso gli sportelli bancari. Circa il 39 per cento dei premi raccolti faceva capo a polizze rivalutabili, il 32 per cento a prodotti connessi a indici di mercato (index-linked) e il restante 29 per cento alle unit-linked e ad altre tipologie. La quota del rendimento degli investimenti retrocessa all'assicurato è stata in media pari al 94 per cento (al 90 per cento per le polizze rivalutabili; prossima al 100 per cento per le polizze unit- e index-linked). Circa due terzi dei prodotti prevedevano la garanzia di un rendimento minimo, che per le polizze emesse nel 2004 è risultato pari a circa il 2,5 per cento, in linea col valore registrato nell'indagine dell'anno precedente.

Nel marzo 2005 l'Isvap ha emanato una circolare che modifica e raccoglie in un unico testo le disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita.

In particolare, le nuove norme prevedono che le compagnie predispongano, in aggiunta alla nota informativa, una scheda sintetica che indichi le principali caratteristiche del contratto, tra cui le eventuali garanzie, i costi e i rischi finanziari; sono inoltre introdotte regole di comportamento nell'offerta di prodotti assicurativi e disposizioni riguardanti la gestione di possibili conflitti di interesse.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono cresciute del 13,3 per cento, raggiungendo i 374 miliardi. Le riserve nel ramo vita sono aumentate del 15,0 per cento, quelle nel ramo danni del 5,4. Tra le attività, l'incidenza della liquidità, dei titoli e degli immobili è rimasta relativamente stabile (all'1,9, 92,0 e 1,2 per cento, rispettivamente).

Nel portafoglio delle compagnie di assicurazione è aumentato il peso dei titoli obbligazionari e delle azioni in euro (al 34,2 e al 13,5 per cento, rispettivamente; tav. D26), mentre è sceso quello dei titoli di Stato italiani (in particolare, di BTP), dei fondi comuni e dei titoli in valuta (al 35,7, 15,2 e 1,4 per cento, rispettivamente).

Tra l'inizio del 2004 e la fine dello scorso aprile i corsi delle azioni delle compagnie di assicurazione italiane sono cresciuti a un ritmo elevato (19 per cento), in linea con l'indice complessivo della borsa italiana.

I maggiori incrementi si sono registrati nella parte finale dell'anno. L'apprezzamento delle azioni delle compagnie sarebbe stato favorito da risultati di bilancio positivi, dovuti, in particolare, a una crescita dei proventi della gestione finanziaria derivanti dall'investimento nei mercati azionari. Nel ramo danni l'aumento del risultato del conto tecnico (differenza tra ricavi e costi relativi alla specifica attività di gestione dei rischi assicurativi) ha riflesso anche un incremento molto contenuto degli oneri relativi ai sinistri. Le quotazioni del comparto hanno segnato aumenti considerevoli anche in Francia e in Spagna (25 e 26 per cento, rispettivamente); si sono invece ridotte in Germania (-5 per cento), a causa delle difficoltà reddituali e finanziarie di alcune società appartenenti a grandi gruppi assicurativi.

In ottemperanza alla normativa comunitaria, dall'esercizio 2005 le compagnie di assicurazione che redigono il bilancio consolidato dovranno adottare i principi contabili emanati dall'International Accounting Standard Board (IASB). I nuovi principi contabili consentono di migliorare il contenuto informativo e la comparabilità dei bilanci delle compagnie di assicurazione; essi potrebbero tuttavia determinare anche una maggiore variabilità delle scritture contabili (a causa, in particolare, della valutazione delle attività finanziarie ai prezzi di mercato), con eventuali riflessi negativi sul costo del capitale.

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE ITALIANE: PORTAFOGLIO TITOLI (1)
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

Anni	Titoli in euro					Titoli in valute diverse dall'euro		Quote di fondi comuni	Totale
	Titoli pubblici e obbligazioni			Azioni (2)	Totale	di cui: azioni (2)			
	Titoli pubblici italiani	Obbligazioni	Totale						
Ramo vita									
2001	81.981	58.967	140.948	18.713	159.661	6.441	1.756	35.173	201.275
2002	94.294	74.920	169.214	17.648	186.862	5.079	1.031	40.043	231.984
2003	100.278	101.770	202.048	20.133	222.181	4.875	964	51.747	278.803
2004 (3)...	111.277	118.824	230.101	26.417	256.518	4.880	856	56.702	318.100
Ramo danni (4)									
2001	21.724	8.880	30.604	21.153	51.757	1.706	856	1.506	54.969
2002	25.170	8.879	34.049	22.057	56.106	1.280	672	1.360	58.746
2003	25.047	12.346	37.393	23.665	61.058	846	365	1.514	63.418
2004 (3)...	26.416	13.005	39.421	25.693	65.114	535	281	1.891	67.540
Totale									
2001	103.705	67.847	171.552	39.866	211.418	8.147	2.612	36.679	256.244
2002	119.464	83.799	203.263	39.705	242.968	6.359	1.703	41.403	290.730
2003	125.325	114.116	239.441	43.798	283.239	5.721	1.329	53.261	342.221
2004 (3)...	137.693	131.829	269.522	52.110	321.632	5.415	1.137	58.593	385.640

Fonte: elaborazioni su dati Isvap e ANIA.
(1) Sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. Il portafoglio delle attività relative ai fondi pensione, ai prodotti connessi con fondi di investimento e indici di mercato e alle imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione è parzialmente stimato. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi UE, mentre sono incluse quelle di imprese con sede in paesi extra UE. – (2) Compresa le partecipazioni. – (3) Dati parzialmente stimati. – (4) Sono incluse anche le imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione.

Sui mercati internazionali lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi, quali i derivati su crediti e i titoli emessi a fronte di cartolarizzazioni, ha dato luogo negli ultimi anni a un trasferimento del rischio di credito dal settore bancario a quello assicurativo.

Nel 2003 l'Isvap e la Banca d'Italia hanno costituito un gruppo di lavoro per lo studio del trasferimento dei rischi creditizi dalle banche alle assicurazioni. I risultati dell'analisi, che esclude le controllate estere delle compagnie di assicurazione e delle banche italiane, indicano che in Italia il fenomeno è contenuto. Alla fine del primo semestre del 2003 le assicurazioni garantivano crediti di banche italiane per un valore di 6,7 miliardi (il 2,1 per cento delle riserve tecniche del settore) e detenevano titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti bancari per 0,7 miliardi, in buona parte appartenenti a classi con basso profilo di rischio. Anche l'utilizzo di derivati di credito da parte delle compagnie di assicurazione italiane risultava trascurabile.

I fondi pensione e gli enti di previdenza. – Nel 2004 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 5,9 per cento, a 30,8 miliardi (tav. D27). Il patrimonio amministrato dai fondi istituiti prima della riforma del 1993 è rimasto pressoché invariato, a 22,7 miliardi; le attività dei nuovi fondi pensione sono invece salite da 6,3 a 8,2 miliardi. Il patrimonio degli enti di previdenza ha registrato un lieve decremento (da 23,0 a 22,3 miliardi).

Tav. D27

**FONDI PENSIONE ED ENTI DI PREVIDENZA ITALIANI:
PRINCIPALI ATTIVITÀ (1)**

(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

Voci	2003				2004 (2)			
	Fondi pensione		Enti di previdenza (4)	Fondi pensione			Enti di previdenza (4)	
	Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			
Liquidità	2.842	1.792	1.050	1.439	2.409	1.709	700	1.500
Portafoglio titoli	20.170	14.897	5.273	8.197	22.159	14.671	7.488	7.681
Obbligazioni	13.701	10.391	3.310	6.638	14.522	9.690	4.832	6.416
Azioni	2.447	1.129	1.318	1.099	3.070	1.284	1.786	814
Quote di fondi comuni	4.022	3.377	645	460	4.567	3.696	871	452
Mutui e altre attività finanziarie	2.488	2.492	-4	3.430	2.769	2.791	-22	3.431
Immobili	3.616	3.616	-	9.935	3.496	3.496	-	9.651
Totale attività	29.115	22.796	6.319	23.001	30.832	22.666	8.166	22.263

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip, UIC ed enti di previdenza.
(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a 13 enti di previdenza; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Sulla base dei dati della Covip relativi ai fondi pensione istituiti dopo la riforma del 2001, alla fine del 2004 risultavano autorizzati all'esercizio dell'attività 133 fondi (negoziali e aperti), due in meno che nel 2003. I fondi pensione negoziali e quelli aperti annoveravano, rispettivamente, 1.063.000 e 382.000 iscritti, con una crescita complessiva del 2,7 per cento. Il tasso di adesione ai fondi negoziali rivolti a lavoratori dipendenti è rimasto stabile al 14 per cento.

Negli ultimi anni il settore degli enti di previdenza ha subito mutamenti significativi. La legge 27 dicembre 2002, n. 289 (legge finanziaria per il 2003) ha disposto la soppressione, all'inizio del 2003, dell'INPDAI, la successione dell'INPS nei relativi rapporti attivi e passivi e l'equiparazione del regime pensionistico degli aderenti all'INPDAI a quello degli iscritti al Fondo pensioni lavoratori dipendenti. Inoltre, diversi enti hanno intrapreso azioni volte a ridurre le prestazioni erogate e ad aumentare i contributi riscossi. Di particolare rilievo è stata la scelta di alcune Casse di passare, nel 2004, da un sistema retributivo a uno contributivo, in linea con il D.lgs. n. 103/1996, che prevede che gli enti previdenziali di nuova istituzione debbano basarsi su sistemi a contribuzione definita.

Tra le attività dei fondi pensione, è aumentata significativamente la percentuale di titoli (pari al 71,9 per cento), a scapito di quella della liquidità e degli immobili (al 7,8 e all'11,3 per cento, rispettivamente), mentre è rimasta stabile l'incidenza dei mutui e di altre attività (al 9,0 per cento). All'interno del portafoglio titoli, a fronte di un aumento del peso delle azioni e dei fondi comuni si è ridotto quello delle obbligazioni (dal 67,9 al 65,5 per cento).

Secondo le stime della Covip, nel 2004 il rendimento medio dei fondi pensione negoziali è stato pari al 4,5 per cento, un valore inferiore di un punto percentuale al relativo benchmark. Il rendimento medio dei fondi aperti si è commisurato al 4,3 per cento, inferiore di circa 1,5 punti percentuali a quello del benchmark di settore.

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2004 i corsi azionari in Italia sono saliti in misura considerevole. Come negli altri principali paesi dell'area dell'euro, il rialzo è ascrivibile principalmente alla diminuzione dei tassi d'interesse reali e al calo del grado di avversione al rischio da parte degli investitori, riflessosi anche in una riduzione della variabilità delle quotazioni, attestatasi su valori molto contenuti. In Italia, l'aumento dei corsi è stato favorito anche da un miglioramento degli utili delle società quotate e dal consolidamento della struttura finanziaria di alcuni grandi gruppi. Il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione di borsa si è mantenuto al di sopra della media del periodo 1990-2003.

I rendimenti nominali a lungo termine dei titoli di Stato italiani sono ancora diminuiti, analogamente a quanto avvenuto negli altri principali paesi dell'area dell'euro. Alla fine del 2004 essi hanno raggiunto il 3,8 per cento sulla scadenza decennale. Il tasso d'interesse reale a dieci anni è sceso di circa un punto percentuale, all'1,2 per cento. Il calo dei rendimenti rispecchia la situazione di debolezza dell'economia e l'assenza di pressioni inflazionistiche. Il differenziale di rendimento tra i BTP decennali e i corrispondenti Bund tedeschi è diminuito lievemente; nel 2005, dopo un ulteriore calo, esso è risalito sui livelli della metà dello scorso anno.

È proseguita la riduzione del costo dei finanziamenti in euro sul mercato obbligazionario internazionale. Alla fine del 2004 il differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato è sceso a 0,6 punti percentuali; lo scorso marzo ha invertito la tendenza, risalendo a 0,8 punti.

Nell'area dell'euro sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni da parte delle banche, mentre quelle delle società non finanziarie hanno registrato una forte contrazione. Il minor ricorso delle imprese al mercato obbligazionario ha riflesso la debolezza degli investimenti e l'elevato autofinanziamento. Le società non finanziarie italiane hanno invece effettuato consistenti emissioni nette di obbligazioni, per lo più riconducibili a operazioni di ristrutturazione finanziaria che hanno interessato aziende di grandi dimensioni. Per gli emittenti italiani il costo del finanziamento si è generalmente mantenuto in linea con quello dei prenditori di altri paesi.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2004 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono tornate a salire, raggiungendo i 38,3 miliardi di euro (21,2 miliardi nel 2003; tav. D28). Il livello delle emissioni, superiore a quello del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche, ha determinato un incremento del saldo del Conto disponibilità del Tesoro detenuto dal Ministero dell'Economia e delle finanze presso la Banca d'Italia. In rapporto al PIL la consistenza dei titoli pubblici è diminuita di mezzo punto percentuale, all'89,8 per cento.

Alla fine del 2004 la vita media residua e la durata finanziaria media dei titoli pubblici erano pari, rispettivamente, a 6 anni e 5 mesi e a 4 anni e 4 mesi (5 e 3 mesi in più rispetto all'anno precedente). Sono cresciute le emissioni nette di BTP (33,6 miliardi, da 31,7 nel 2003), mentre quelle di CCT sono risultate pressoché nulle. Si sono inoltre avuti rimborsi netti di CTZ (8,2 miliardi) e, per un importo molto ridotto, di BOT. Oltre la metà delle emissioni nette di BTP è costituita da titoli indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro.

Nel 2004 sono proseguite le emissioni di BTP a 5 anni indicizzati ai prezzi al consumo e sono stati emessi per la prima volta titoli a 10 anni (in febbraio) e a 30 anni (in ottobre). Alla fine dell'anno la consistenza complessiva dei titoli con tale indicizzazione era pari a 27,9 miliardi, di cui il 14,3 per cento a 30 anni. Il ricorso a titoli della specie è diffuso anche nel resto dell'area dell'euro: le emissioni lorde complessive sono ammontate a 43 miliardi di euro (28 miliardi un anno prima); la consistenza alla fine del 2004 era pari a 98,9 miliardi.

Il forte sviluppo del mercato dei titoli indicizzati è riconducibile all'opportunità offerta agli emittenti di diversificare le forme di finanziamento e di ridurre il costo atteso in termini reali, in quanto i rendimenti di questi titoli non dovrebbero incorporare un premio per il rischio di inflazione.

Nei primi mesi del 2005, nell'area dell'euro sono stati emessi titoli non indicizzati a tasso fisso a lunghissima scadenza. In febbraio il governo francese ha effettuato un'emissione di un titolo a 50 anni a tasso fisso, per un importo di 6 miliardi; si tratta del primo titolo a lunghissima scadenza collocato da un governo dell'area. In marzo un'importante compagnia italiana di telecomunicazioni ha collocato un titolo con durata analoga. I rendimenti all'emissione dei due titoli sono stati pari, rispettivamente, al 4,2 e al 5,3 per cento, in entrambi i casi superiori di pochi centesimi di punto percentuale a quelli rilevati sul mercato secondario per titoli a 30 anni degli stessi emittenti. La domanda di titoli a lunghissima scadenza proviene in larga misura da operatori, quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, con una elevata durata finanziaria delle passività.

Dopo il calo registrato nel 2003, sono tornate a crescere le emissioni nette di obbligazioni da parte delle Amministrazioni locali italiane (5,1

EMISSIONI DI TITOLI PUBBLICI E DI OBBLIGAZIONI ITALIANI (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Emittenti	Emissioni lorde		Emissioni nette		Consistenze	
	2003	2004	2003	2004	Dicembre 2003	Dicembre 2004
Settore pubblico ..	454.505	444.106	21.248	38.263	1.174.439	1.213.190
BOT	214.093	221.300	5.905	-895	119.645	118.750
CTZ	31.185	27.128	-7.907	-8.198	52.636	45.603
CCT (3)	38.313	34.527	-16.315	325	196.348	196.243
BTP	144.882	134.803	31.711	33.556	700.655	734.713
Prestiti della Repubblica	21.998	13.980	5.582	2.468	83.762	85.654
Altri (4)	4.034	12.367	2.272	11.007	21.393	32.227
Banche	116.815	120.462	31.560	42.575	399.958	442.994
Imprese	42.678	50.705	24.479	25.075	147.377	172.363
Totale ...	613.997	615.272	77.287	105.913	1.721.774	1.828.547
<i>Composizione percentuale (5)</i>						
Settore pubblico	74,0	72,2	27,5	36,1	68,2	66,3
BOT	47,1	49,8	27,8	-2,3	10,2	9,8
CTZ	6,9	6,1	-37,2	-21,4	4,5	3,7
CCT (3)	8,4	7,8	-76,8	0,8	16,7	16,2
BTP	31,9	30,4	149,2	87,7	59,7	60,6
Prestiti della Repubblica	4,8	3,1	26,3	6,4	7,1	7,1
Altri (4)	0,9	2,8	10,7	28,8	1,8	2,6
Banche	19,0	19,6	40,8	40,2	23,2	24,2
Imprese	7,0	8,2	31,7	23,7	8,6	9,5
Totale ...	100	100	100	100	100	100
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>47,2</i>	<i>45,5</i>	<i>5,9</i>	<i>7,8</i>	<i>132,3</i>	<i>135,3</i>
<small>(1) Per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i>. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Dati provvisori. – (3) Comprendono i soli certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. – (4) Sono inclusi i titoli emessi nel 2004 da Infrastrutture S.p.A. per il finanziamento dell'infrastruttura ferroviaria per il "Sistema alta velocità/alta capacità". – (5) La composizione percentuale dei titoli del settore pubblico si riferisce al totale dei titoli di tale settore.</small>						

miliardi); a fine anno la loro consistenza era pari a 22,8 miliardi, l'1,9 per cento del totale dei titoli del settore pubblico (1,5 per cento un anno prima).

Le obbligazioni degli enti territoriali, collocate in gran parte sul mercato internazionale da sindacati di banche di diversi paesi, sono per lo più in euro e a tasso variabile (il 77 e il 56 per cento del totale, rispettivamente); esse hanno una durata media all'emissione di 20 anni e una classe di rating compresa tra AA+ e A (cfr. il capitolo della sezione D: Il mercato dei valori mobiliari, nella Relazione sull'anno 2003). Nel 2004 è aumentata la quota delle emissioni facenti capo a Comuni e Province (al 34 e al 17 per cento, rispettivamente, contro il 26 e l'11 per cento nel 2003), mentre si è ridotta quella delle Regioni (dal 63 al 49 per cento).

A fronte di cessioni nette di titoli pubblici da parte delle banche e dei fondi comuni, si sono registrati significativi acquisti netti da parte di operatori esteri (tav. D29; cfr. i capitoli: *Le banche e gli altri intermediari creditizi* e *Gli investitori istituzionali*).

Alla fine del 2004 i titoli pubblici detenuti da investitori non residenti sfioravano il 49 per cento della consistenza totale; la quota posseduta da famiglie e imprese era pari al 18 per cento.

Sul mercato telematico dei titoli di Stato italiani (MTS), la media giornaliera degli scambi a pronti ha continuato a diminuire, da 8,4 a 7,5 miliardi (cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). Il calo ha riguardato tutte le categorie di titoli ad eccezione dei BOT. La liquidità del mercato è rimasta tuttavia elevata, come indicato dal basso livello dei differenziali denaro-lettera. È proseguita la crescita, in atto da alcuni anni, delle contrattazioni medie giornaliere di pronti contro termine, che hanno raggiunto i 55,0 miliardi. Sul mercato obbligazionario della Borsa italiana (MOT), gli scambi medi giornalieri di titoli di Stato italiani sono aumentati del 7 per cento, a 518 milioni.

I tassi di interesse. – Dopo aver registrato aumenti contenuti nella prima metà del 2004, i tassi di interesse sui titoli di Stato a medio e a lungo termine in euro sono tornati a flettere (fig. D21). I maggiori cali si sono registrati sulle scadenze più lunghe. Nell'arco del 2004 il rendimento del BTP benchmark a 3 anni è sceso di 0,3 punti percentuali, al 2,7 per cento, quello del titolo a 10 anni di 0,6 punti, al 3,8 per cento. In presenza di aspettative d'inflazione stabili, il calo dei rendimenti ha riflesso il ridimensionamento delle previsioni di crescita per i paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo: *La politica monetaria*). Può avervi contribuito l'ulteriore diminuzione, su livelli assai contenuti, della variabilità attesa, ricavabile dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale (fig. D22).

ACQUISTI NETTI E CONSISTENZE DI TITOLI DI EMITTENTI ITALIANI (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Sottoscrittori	Settore pubblico						Obbligazioni private	Totale titoli del settore pubblico e obbligazioni private	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT (2)	BTP	Altri (3)	Totale			
Acquisti netti									
2003									
Banca centrale	-170	-181	1.734	8.245	..	9.629	-2	9.627	96
Banche	2.730	195	-5.902	-2.523	1.028	-4.471	8.246	3.775	-8.081
Istit. di assicurazione	3.029	-554	5.051	-905	-438	6.183	4.713	10.896	3.371
Fondi comuni	12.457	1.778	4.506	-4.295	157	14.602	781	15.383	229
Eestero (4)	13.949	-4.461	-1.834	49.545	2.990	60.189	925	61.114	-2.191
Altri investitori (5)	-26.090	-4.684	-19.871	-18.357	4.117	-64.884	41.376	-23.508	15.286
Totale ...	5.905	-7.907	-16.315	31.711	7.854	21.248	56.039	77.287	8.710
2004 (6)									
Banca centrale .....	..	..	1.609	3.558	..	5.167	-8	5.158	36
Banche	-1.690	-1.471	-707	-6.999	4.789	-6.078	7.238	1.160	-1.700
Istit. di assicurazione	459	1.064	4.650	5.588	-303	11.458	3.885	15.343	5.245
Fondi comuni	5.524	936	-873	-9.446	806	-3.054	-1.066	-4.120	-133
Eestero (4)	-12.044	-7.145	10.630	17.677	999	10.117	11.462	21.579	13.381
Altri investitori (5)	6.856	-1.582	-14.984	23.178	7.183	20.653	46.139	66.793	-13.632
Totale ...	-895	-8.198	325	33.556	13.474	38.263	67.650	105.913	3.197
Consistenze (composizione percentuale)									
Dicembre 2004 (6)									
Banca centrale	0,0	0,0	6,1	5,6	0,9	4,4	0,0	3,0	1,1
Banche	14,7	7,1	20,8	2,0	9,1	7,2	10,7	8,4	3,9
Istit. di assicurazione	4,6	4,6	21,8	11,1	2,4	11,1	6,4	9,5	4,6
Fondi comuni	29,3	22,0	18,7	6,9	2,5	11,1	1,6	7,9	3,2
Eestero (4)	36,1	30,5	24,0	55,5	64,8	48,5	....	32,2	15,5
Altri investitori (5)	15,4	35,8	8,7	18,9	20,3	17,7	....	39,0	71,7
Totale ...	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Totale (in milioni di euro) ..	118.750	45.603	196.243	734.713	117.881	1.213.190	615.357	1.828.547	580.881

(1) Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. –

(2) Comprendono solo i certificati del Tesoro a cedola variabile ad eccezione dei dati relativi al settore estero, che includono tutti i certificati di credito del Tesoro. –

(3) Prestiti della Repubblica e altri titoli del settore pubblico. Sono inclusi i titoli emessi nel 2004 da Infrastrutture S.p.A. per il finanziamento dell'infrastruttura ferroviaria per il "Sistema alta velocità/alta capacità". – (4) Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.. –

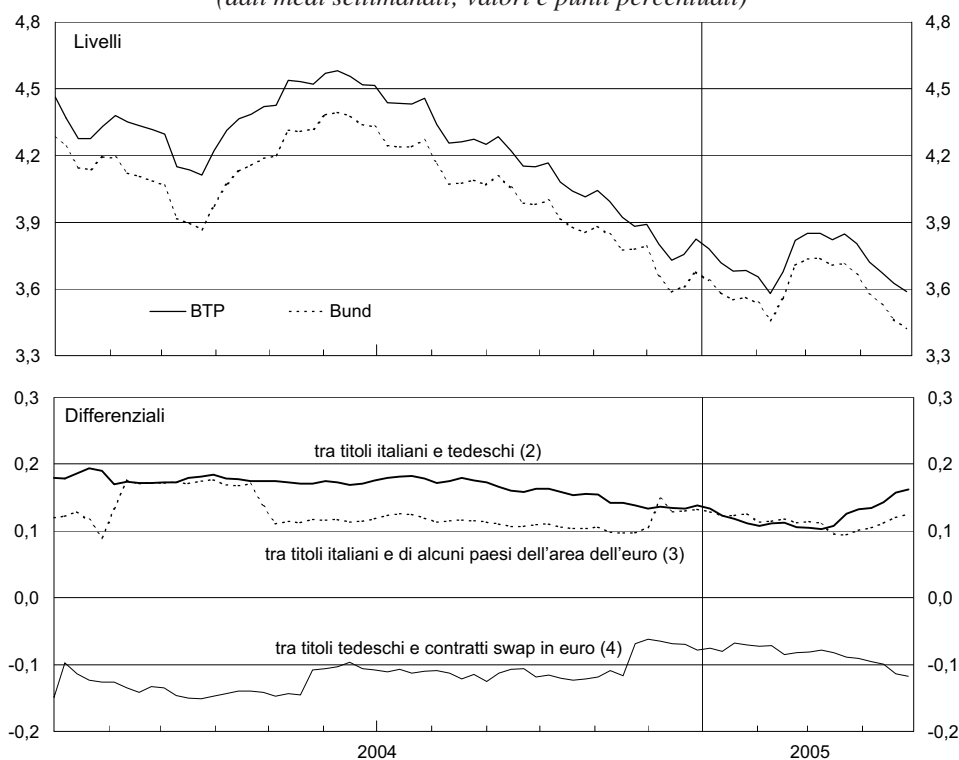
(5) Famiglie, imprese, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP. e SIM. – (6) Dati provvisori.

Il basso livello della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti futures sui titoli di Stato è riconducibile alla relativa stabilità delle aspettative di inflazione, che non hanno risentito in misura rilevante del rincaro del petrolio. Vi può aver contribuito la strategia di comunicazione della Riserva federale statunitense, che avrebbe consentito agli operatori di anticipare correttamente i rialzi dei tassi di interesse a breve termine in dollari nel corso del 2004. La bassa variabilità delle quotazioni riduce il rischio dei singoli strumenti finanziari; essa può indurre gli investitori in cerca di rendimenti più elevati ad accrescere la loro esposizione sul mercato finanziario, con un eventuale aumento del rischio complessivo di portafoglio.

Fig. D21

RENDIMENTI LORDI DEI TITOLI DECENNALI ITALIANI E TEDESCHI E PRINCIPALI DIFFERENZIALI DI INTERESSE (1)

(dati medi settimanali; valori e punti percentuali)



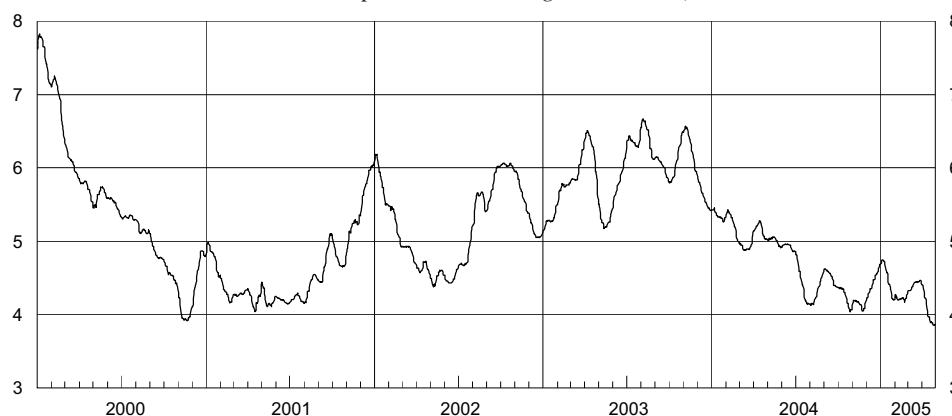
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund, aggiustato per tenere conto della diversa vita residua dei due titoli. – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato dei paesi che nel 2003 hanno registrato un avanzo di bilancio (Belgio, Finlandia e Spagna). – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro a 10 anni.

Nel 2004 il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco è diminuito di 5 centesimi di punto percentuale, sino a toccare gli 0,14 punti; esso non ha risentito della revisione al ribasso del merito di credito dei titoli di Stato italiani (da AA a AA-) annunciata in luglio da una agenzia di rating internazionale. Dopo un ulteriore calo all'inizio del 2005, il differenziale è risalito sui livelli della metà dello scorso anno; l'aumento ha coinciso con un rialzo generalizzato degli spread obbligazionari (cfr. il paragrafo: Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche).

Fig. D22

VOLATILITÀ IMPLICITA DEI BUND DECENNALI (1)
 (media mobile dei 20 giorni che terminano in quello indicato;
 valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

Per gli enti locali italiani nel 2004 i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato italiani sono rimasti stabili. Per un campione di titoli in euro a tasso fisso emessi da tali enti e scambiati con sufficiente regolarità sul mercato secondario, gli spread risultavano in media pari a circa 0,1 punti percentuali.

I rendimenti reali a lungo termine, desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, hanno toccato alla fine del 2004 l'1,2 per cento, contro il 2,0 registrato un anno prima (cfr. il capitolo: *La politica monetaria*).

Nel 2004 la media giornaliera degli scambi di futures sul Bund decennale è rimasta pressoché invariata sui valori elevati raggiunti nell'anno precedente. Le contrattazioni di opzioni sono invece aumentate di oltre il 10 per cento. Sul mercato degli eurodepositi a tre mesi le contrattazioni di futures sono aumentate del 14 per cento, mentre quelle di opzioni sono diminuite del 10 per cento.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2004 le emissioni nette complessive di obbligazioni nell'area dell'euro sono state cospicue (pari a 360,4 miliardi), in linea con l'anno precedente (tav. D30). La componente costituita dai collocamenti delle imprese non finanziarie ha registrato una marcata contrazione (da 49,4 a 13,2 miliardi), riflettendo la protratta debolezza degli investimenti e il miglioramento della redditività aziendale.

**OBBLIGAZIONI A MEDIO E A LUNGO TERMINE
DI BANCHE E IMPRESE ITALIANE E DELL'AREA DELL'EURO (1)**
(valori nominali; milioni di euro)

Voci	Emissioni nette (2)			Consistenze			In % del PIL
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2004
Italia							
Banche	33.239	32.036	43.048	367.785	399.820	442.868	33
Altre società finanziarie ...	25.167	25.571	14.659	86.463	111.912	126.543	9
Società non finanziarie	6.502	-1.060	9.984	37.082	35.981	45.819	3
Totale ...	64.908	56.547	67.691	491.330	547.713	615.230	46
<i>Per memoria:</i> mercato internazionale (3)	36.102	42.542	54.243	249.670	289.652	342.415	25
Area dell'euro (4)							
Banche	115.095	185.310	267.462	2.762.511	2.927.380	3.192.112	42
Altre società finanziarie	111.358	123.520	79.790	555.618	666.576	742.839	10
Società non finanziarie	29.626	49.357	13.163	454.321	494.818	502.964	7
Totale ...	256.079	358.187	360.415	3.772.450	4.088.774	4.437.915	59
<i>Per memoria:</i> mercato internazionale (3)	423.553	541.132	534.899	2.802.990	3.240.858	3.738.756	50
<small>Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e BRI. (1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le <i>Medium Term Notes</i> con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente. – (4) I dati non includono alcuni segmenti del mercato dell'area dell'euro, tra cui quelli relativi ai titoli emessi da società residenti in Lussemburgo e Irlanda.</small>							

I collocamenti netti facenti capo a emittenti italiani sono aumentati da 56,5 a 67,7 miliardi (dal 15,8 al 18,8 per cento del totale dell'area). Le emissioni delle banche sono salite da 32,0 a 43,0 miliardi, mentre si sono ridotte, pur rimanendo cospicue, quelle delle altre società finanziarie. Al contrario di quanto registrato per il resto dell'area, i collocamenti delle società non finanziarie italiane sono stati elevati (10,0 miliardi, contro rimborsi netti per 1,1 miliardi nel 2003). Tale incremento, riconducibile alle operazioni di due grandi prenditori, ha per lo più riflesso processi di riorganizzazione e di consolidamento della struttura finanziaria.

Il gruppo Autostrade ha collocato titoli per un ammontare complessivo di 6,5 miliardi al fine di rimborsare prestiti in essere e allungare la durata media del debito; il gruppo Telecom Italia, pur mantenendo pressoché invariato il valore complessivo dei collocamenti sul mercato internazionale, ha effettuato le operazioni attraverso la capogruppo italiana, invece che, come nel 2003, per il tramite di sussidiarie estere. Nel corso dell'anno si sono registrate anche diverse emissioni da parte di società del settore dei ser-

vizi di pubblica utilità. Come nell'anno precedente hanno fatto ricorso al mercato quasi esclusivamente imprese con elevato merito di credito.

Alla fine del 2004 le famiglie italiane detenevano il 75 per cento del totale delle obbligazioni emesse dalle banche, un valore lievemente superiore a quello dell'anno precedente; non erano variata la quota delle banche (12 per cento), delle compagnie di assicurazioni e dei fondi pensione (7 per cento) e quella delle società non finanziarie (3 per cento).

In Europa, secondo le informazioni diffuse dalla Bond Market Association, nel 2004 si sono verificati ingenti collocamenti lordi di titoli garantiti da attività patrimoniali (453 miliardi, contro un massimo storico di 468 miliardi nell'anno precedente), costituiti da cartolarizzazioni (in cui le attività poste a garanzia vengono cedute a una società appositamente creata) e da *covered bonds* (in cui le attività poste a garanzia rimangono nel bilancio del prestatore). La composizione dei collocamenti è mutata rispetto al 2003: a fronte di un'ulteriore espansione delle operazioni di cartolarizzazione (12 per cento), si sono ridotte (-17 per cento) le emissioni lorde di *covered bonds*, la cui quota sul totale è scesa dal 54 al 46 per cento.

In Italia, le emissioni nette di titoli effettuate da società finanziarie nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione si sono fortemente ridotte rispetto all'anno precedente (da 24,6 a 14,5 miliardi), quale conseguenza dell'elevato importo dei titoli in scadenza (cfr. il capitolo della sezione E: *I controlli*). Come negli anni passati, hanno fatto ricorso alle cartolarizzazioni le banche e, in minore misura, alcuni enti del settore pubblico; l'operazione più consistente (3,6 miliardi) è stata effettuata a fronte di cartolarizzazioni di crediti dell'INPS.

In Italia nel 2004 sono stati emessi per la prima volta dei *covered bonds*. Le emissioni (di 6,5 miliardi) sono state effettuate dalla società Infrastrutture, operante nel settore delle grandi opere pubbliche, alla quale la normativa italiana riconosce la facoltà di emettere titoli della specie. La legge 14 maggio 2005, n. 80, ha previsto la possibilità anche per le banche italiane di emettere questa tipologia di titoli.

Nel 2004 le emissioni lorde di cartolarizzazioni effettuate in Italia hanno rappresentato il 14 per cento del mercato europeo, contro il 43 per cento nel Regno Unito, il 13 in Spagna e il 3 in Germania e in Francia.

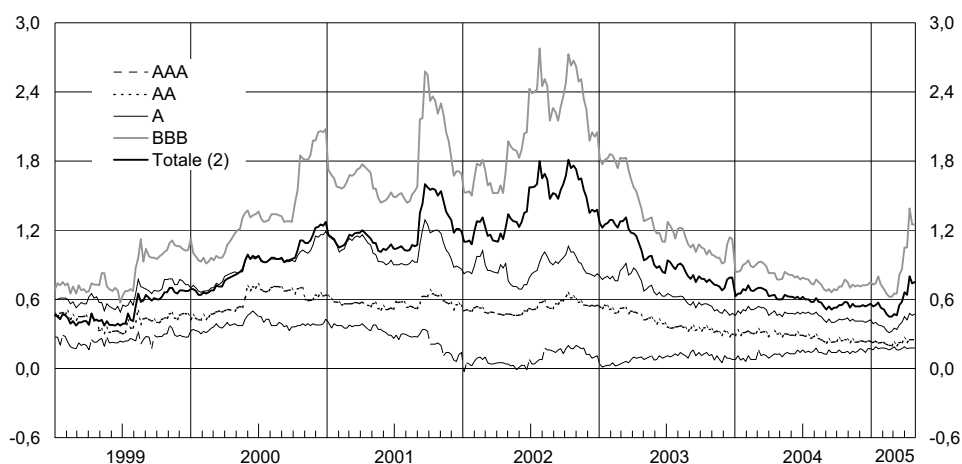
Sulla base di dati di fonte Dealogic, relativi al solo mercato internazionale, circa il 60 per cento delle cartolarizzazioni dell'area dell'euro effettuate nel 2004 è garantito da attività bancarie; di queste ultime oltre il 60 per cento è rappresentato da mutui ipotecari (mortgage-backed securities). In Italia tali quote sono pari, rispettivamente, al 51 e al 45 per cento. Negli ultimi anni hanno assunto particolare rilievo le cosiddette collateralized debt obligations (CDO), strumenti di debito suddivisi in più classi di rischio e garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o credit default swaps (CDS). Nel 2004 tali strumenti hanno costituito l'11 per cento delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro (il 5 in Italia).

Lo scorso gennaio il Committee on the Global Financial System (CGFS), costituito presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), ha pubblicato uno studio sul ruolo delle agenzie di rating nel mercato degli strumenti della finanza strutturata, quali ad esempio i CDO. Per queste tipologie di titoli, la valutazione del rischio di credito risulta particolarmente complessa e i rating attribuiti dalle agenzie specializzate svolgono un ruolo centrale. Dato il coinvolgimento delle agenzie di rating nella organizzazione delle emissioni di questi titoli, l'esistenza di potenziali conflitti di interesse potrebbe indebolire la fiducia degli investitori nell'indipendenza dei giudizi formulati dalle stesse agenzie. Sulla base dell'analisi del mercato e di informazioni raccolte presso i principali operatori finanziari, il rapporto del CGFS pone tuttavia in luce che gli investitori tendono a utilizzare i rating assieme ad altri elementi utili per la valutazione del rischio di credito degli emittenti; inoltre, le agenzie di rating hanno autonomamente adottato misure per disciplinare i propri conflitti di interesse. Il rapporto sottolinea anche i notevoli sviluppi delle tecniche di misurazione del rischio, favoriti dalle innovazioni della finanza strutturata.

I rendimenti. – Nel 2004 il rendimento delle obbligazioni in euro emesse sul mercato internazionale da società non finanziarie con elevato merito di credito (con rating non inferiore a BBB- o Baa3) ha continuato a flettere; alla metà dello scorso febbraio esso si attestava in media al 3,3 per cento, 0,8 punti percentuali al di sotto del valore della fine del 2003. Il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato di durata comparabile, già su valori contenuti alla fine del 2003, si è ulteriormente ridotto, sino a toccare 0,6 punti alla fine dell'anno (fig. D23). Il calo ha interessato in particolare i settori delle telecomunicazioni e dei media, dove i differenziali sono scesi a 0,5 e 0,6 punti, rispettivamente.

Fig. D23

DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO TRA OBBLIGAZIONI IN EURO DI IMPRESE NON FINANZIARIE E TITOLI DI STATO (1)
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a BBB- o Baa3. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi di durata corrispondente. – (2) Sono incluse tutte le obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

Alla fine del 2004 il differenziale di rendimento delle obbligazioni con elevato merito di credito era in linea con il livello registrato alla fine degli anni novanta. Per le obbligazioni ad alto rendimento (high yield), invece, esso era sceso su valori assai bassi (circa 2,8 punti percentuali). Tale contenuto spread ha destato timori di una eccessiva riduzione, anche in relazione alla forte espansione negli anni scorsi del comparto dei titoli high yield nell'area dell'euro. In base all'esperienza del mercato statunitense, un aumento della quota di titoli emessi dalle imprese più rischiose viene seguito da un incremento dell'incidenza delle insolvenze sul mercato obbligazionario, con rischi di perdite significative per quegli operatori che non avessero saputo diversificare adeguatamente i propri investimenti.

I rendimenti all'emissione delle obbligazioni collocate sull'euromercato da società italiane sono risultati in linea con quelli di titoli con analoghe caratteristiche di rischio e di durata emessi dai prenditori di altri paesi. Sul mercato secondario, i rendimenti di alcune obbligazioni di grandi aziende italiane operanti nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia sono risultati inferiori a quelli di titoli esteri con analoghe caratteristiche. Per i titoli italiani più rischiosi i differenziali con i benchmark di mercato si sono nel complesso ridotti, dopo il forte incremento verificatosi all'inizio del 2004 in seguito alla crisi del gruppo Parmalat.

Le favorevoli condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario internazionale sono riconducibili in primo luogo al miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale degli emittenti, in un contesto caratterizzato dal consolidamento della ripresa congiunturale a livello internazionale e dall'abbondante liquidità. Ciò si è riflesso in una marcata diminuzione del tasso di insolvenza e in un sensibile miglioramento delle valutazioni del merito di credito espresse dalle società specializzate: nella seconda parte dell'anno, il numero delle revisioni positive dei giudizi sull'affidabilità creditizia degli emittenti ha superato quello delle revisioni negative. Al calo dei differenziali potrebbe avere contribuito, in una fase di debole espansione della spesa per investimenti e di elevata disponibilità di risorse interne, la contrazione delle emissioni nette delle imprese non finanziarie. Inoltre, la ridotta variabilità dei corsi obbligazionari e il basso livello dei tassi a breve termine avrebbero favorito le operazioni di acquisto di titoli finanziate da indebitamento sul mercato monetario (*carry trades*).

A ridurre i differenziali di rendimento avrebbe infine contribuito la rapida diffusione di strumenti finanziari per il trasferimento del rischio di credito, come i CDS e i CDO. Questi strumenti consentono agli investitori di diversificare il rischio di credito, riducendo in tal modo i premi richiesti sull'investimento in obbligazioni; essi stimolano inoltre la domanda di titoli da parte degli operatori specializzati, incidendo per questa via sui premi di liquidità.

Nei primi mesi del 2005, dopo una ulteriore flessione, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni e i titoli di Stato hanno registrato un significativo incremento, in gran parte innescato da timori sulle prospettive del settore automobilistico a livello internazionale.

Tra la fine del 2004 e l'inizio di maggio le difficili condizioni finanziarie ed economiche delle due maggiori case automobilistiche statunitensi, tra i principali prenditori di fondi sul mercato obbligazionario internazionale, hanno indotto alcune agenzie specializzate a rivederne progressivamente al ribasso i rating, portandoli a livello high yield. I declassamenti hanno provocato un marcato aumento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni di tali aziende rispetto ai titoli di Stato. Nel contempo si sono ampliati anche gli spread delle obbligazioni emesse da alcuni tra i principali produttori europei di auto. Tra la metà di marzo e quella di maggio i differenziali di rendimento nel complesso del comparto automobilistico sono aumentati di 1,5 punti percentuali, tornando sui livelli della fine del 2002.

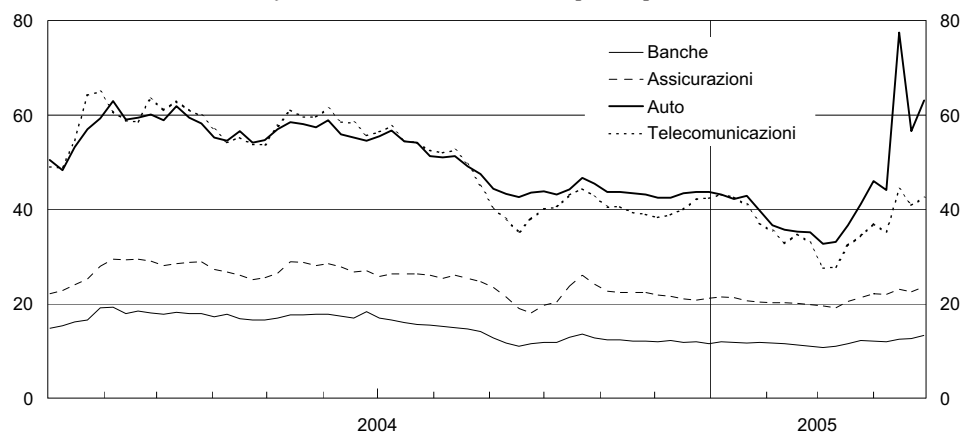
Il mercato dei derivati sul rischio di credito. – Nel 2004 il mercato dei derivati su crediti ha continuato a espandersi a un ritmo elevato. Secondo una stima dell'International Swap and Derivatives Association, lo scorso anno il valore nozionale di questi contratti è più che raddoppiato, portandosi a oltre 8.400 miliardi di dollari, di cui oltre la metà costituita da CDS.

Nel corso del 2004 i premi sui CDS, in linea con gli andamenti registrati dai differenziali di rendimento delle obbligazioni, sono ulteriormente calati in tutti i principali paesi dell'area dell'euro. La riduzione è stata più ampia per le società non finanziarie (fig. D24). Dal marzo 2005 i premi sui CDS sono tornati ad aumentare, in particolare per i settori delle auto e delle telecomunicazioni.

Fig. D24

**PREMI SUI DERIVATI SUL CREDITO PER ALCUNI SETTORI
NELL'AREA DELL'EURO (1)**

(dati di fine settimana; centesimi di punto percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie semplici dei premi sui CDS a 5 anni sul debito senior in euro di alcune delle principali società dell'area dell'euro appartenenti al settore indicato.

I premi sui CDS rappresentano un indicatore del rischio di credito più accurato rispetto ai differenziali di rendimento delle obbligazioni, in quanto risentirebbero in misura più limitata di altri fattori (in particolare,

dei premi per la liquidità e delle differenze nel trattamento fiscale in vigore nei paesi di residenza degli investitori).

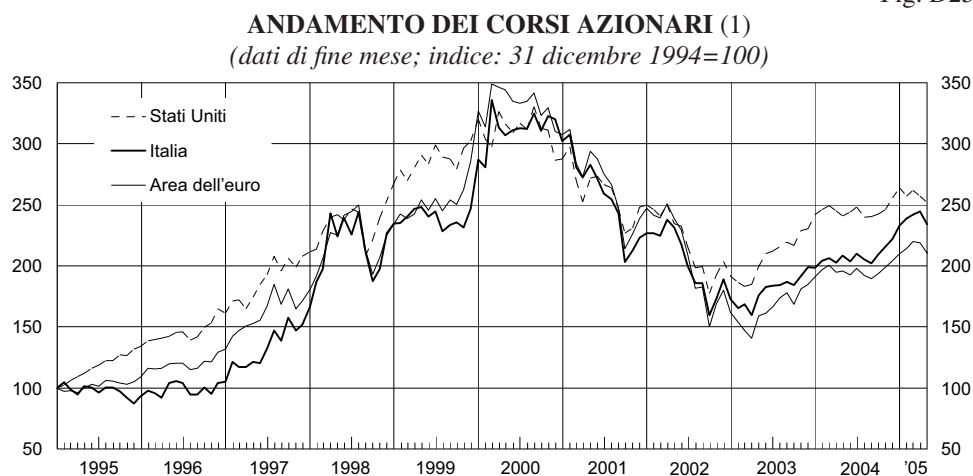
Una stima econometrica relativa al periodo 2002-04 indica che i premi sui CDS sulle principali imprese non finanziarie internazionali sono correlati positivamente con il grado di indebitamento dell'impresa, con la variabilità dei suoi corsi azionari e con il livello dei tassi di interesse privi di rischio. Queste variabili spiegano le variazioni dei premi sui CDS più di quanto non siano in grado di fare per quelle dei differenziali di rendimento delle obbligazioni; la capacità esplicativa risulta maggiore nel caso delle imprese appartenenti al settore delle telecomunicazioni (caratterizzate da premi sui CDS relativamente elevati) e più limitata per le imprese del settore energetico e dei servizi di pubblica utilità (per le quali i premi sui CDS sono generalmente ridotti).

Lo scorso anno i premi medi sui CDS sul debito senior delle banche italiane sono diminuiti, avvicinandosi ai corrispondenti valori delle principali banche internazionali.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Nel 2004 i corsi azionari nell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili sino alla metà di agosto; successivamente sono tornati a salire. L'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società dell'area in termini di capitalizzazione di borsa, è aumentato del 10 per cento nell'anno (fig. D25). Il rialzo è stato ampio in Spagna e in Italia (19 e 17 per cento, rispettivamente), più contenuto in Germania e in Francia (8 e 7 per cento); i corsi azionari sono aumentati del 9 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti e del 10 in Giappone.

Fig. D25



Fonte: Bloomberg.

(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

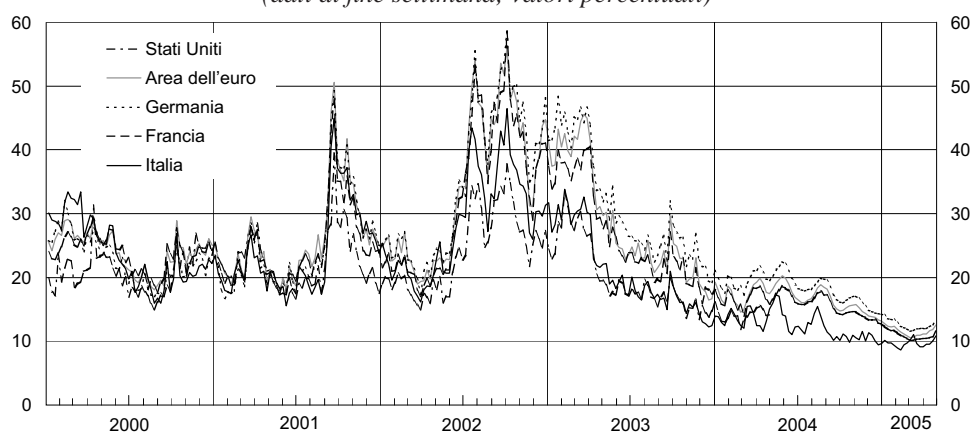
Il rialzo degli indici relativi a settori a elevato contenuto tecnologico è risultato fortemente differenziato: è stato del 18 per cento per il mercato Techmark nel Regno Unito, del 10 per cento per il Nasdaq negli Stati Uniti e del 4 e del 3 per cento, rispettivamente, per il listino TechSTAR in Italia e per il Nouveau Marché in Francia.

Dopo un ulteriore aumento nei primi mesi del 2005, le quotazioni azionarie sono sensibilmente calate in aprile. Nel complesso dei primi quattro mesi dell'anno i listini sono rimasti invariati nell'area dell'euro (con un lieve incremento in Francia, Italia e Spagna e un calo in Germania).

La fase di rialzo dei corsi azionari nell'area è ascrivibile innanzi tutto all'ulteriore flessione dei tassi d'interesse reali registrata nella seconda metà dello scorso anno in seguito al ridimensionamento delle previsioni di crescita dell'area. Presumibilmente essa riflette anche una riduzione del grado di avversione al rischio, desumibile dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, e un minor grado di incertezza sulle prospettive del mercato azionario in seguito al generale miglioramento delle condizioni patrimoniali e reddituali delle imprese quotate (fig. D26).

Fig. D26

**VOLATILITÀ IMPLICITA DEI CORSI AZIONARI
NELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI (1)**
(dati di fine settimana; valori percentuali)



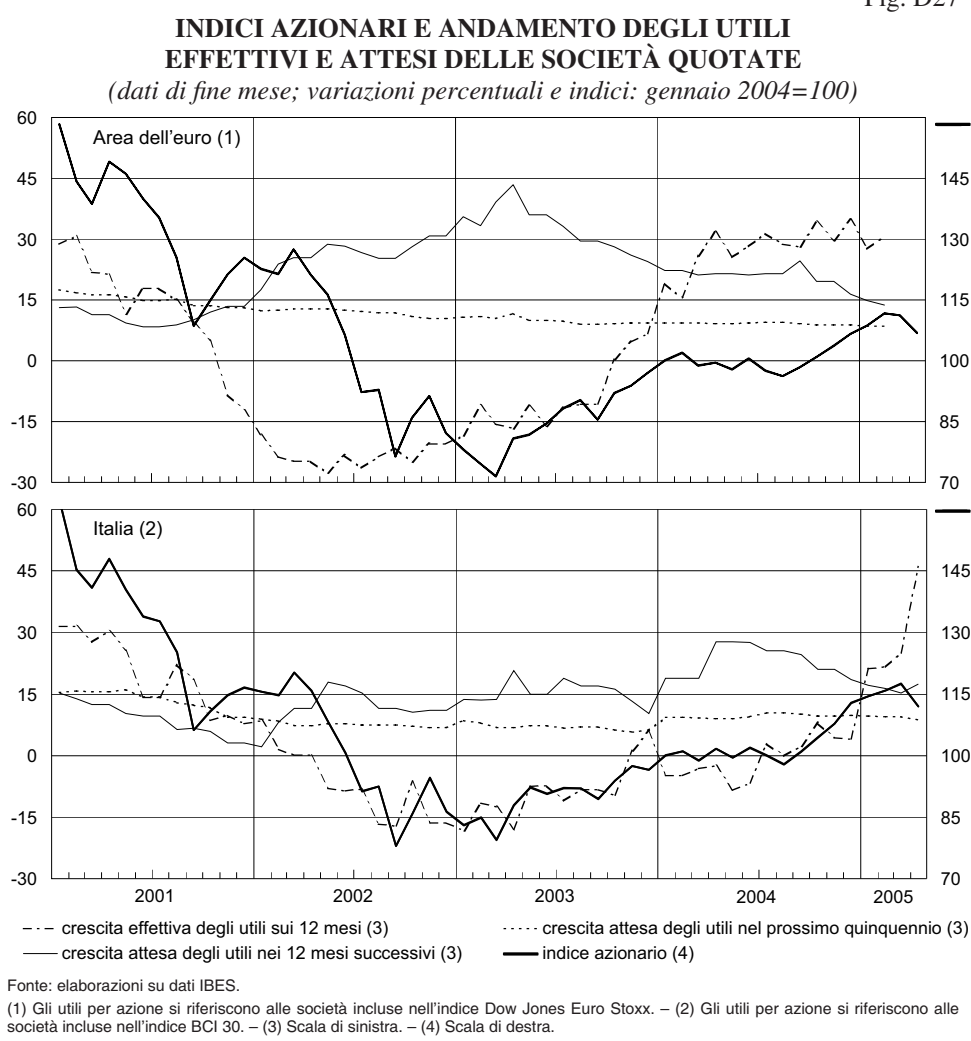
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse internazionali.

L'andamento delle aspettative sugli utili avrebbe invece avuto un effetto limitato sui corsi azionari (fig. D27). Secondo i dati rilevati dalla società IBES e relativi alle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, tra la fine del 2003 e il primo trimestre del 2005 il tasso di crescita atteso a breve termine degli utili è sceso dal 24 al 14 per cento (negli Stati Uniti, dal 13 al 10 per cento), risentendo anche del rialzo del prezzo del petrolio. Le previsioni sulla crescita degli utili nel medio termine hanno subito anch'esse una contrazione, scendendo al di sotto del 9 per cento in tutti i principali paesi dell'area.

Alla fine dello scorso marzo il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione era compreso tra il 5,7 e l'8,3 per cento nei principali mercati dell'area; era pari al 5,2 per cento negli Stati Uniti. In Italia si collocava al 5,7 per cento, poco al di sopra del valore medio del periodo 1990-2003 (fig. D28), e in linea con esso qualora nel calcolo si utilizzino gli utili previsti in luogo di quelli correnti. L'incremento dei corsi azionari nel 2004 si è accompagnato a un aumento dei dividendi corrisposti dalle imprese, che ha lasciato invariato il rapporto tra i dividendi correnti e la capitalizzazione di borsa.

Fig. D27

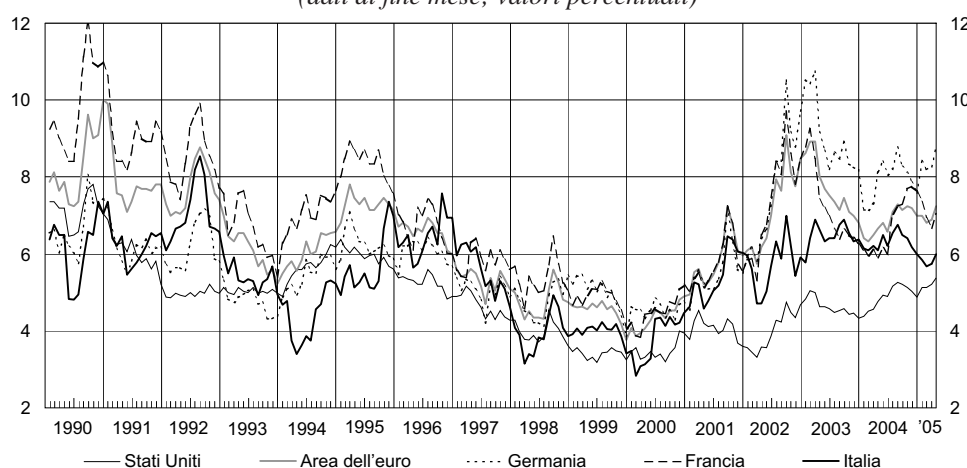


Nell'aprile 2005 in Italia il rapporto tra dividendi e capitalizzazione di borsa era pari al 3,4 per cento, valore superiore di un punto percentuale a quello medio degli ultimi trenta anni. Ipotizzando valori del premio per il rischio, dei tassi reali e della crescita degli utili coerenti con l'esperienza passata e con le aspettative degli operatori, questo rapporto risulta non molto discosto dal suo valore teorico. Anche per il complesso dell'area dell'euro questo rapporto è sostanzialmente in linea con i valori teorici.

Nell'area dell'euro gli incrementi più elevati delle quotazioni azionarie nel 2004 sono stati registrati dai comparti elettrico (32 per cento), farmaceutico (25), delle telecomunicazioni (18) e bancario (15); più contenuti sono stati gli aumenti dei comparti assicurativo e automobilistico (10 e 4 per cento, rispettivamente). Sono diminuite invece le quotazioni del settore delle alte tecnologie.

Fig. D28

**RAPPORTO TRA UTILI CORRENTI
E CAPITALIZZAZIONE DI BORSA IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI**
(dati di fine mese; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Alla risalita dell'indice della borsa italiana hanno contribuito soprattutto i titoli delle aziende a maggiore capitalizzazione operanti nei settori elettrico, delle telecomunicazioni, energetico e assicurativo. In questi settori le azioni hanno registrato apprezzamenti elevati (41, 31, 25 e 20 per cento, rispettivamente), superiori sia a quello dell'indice generale sia a quelli dei corrispondenti settori dell'area dell'euro. L'aumento è stato invece inferiore a quelli degli altri paesi dell'area nei settori dei media, delle banche e delle automobili. Un andamento delle quotazioni particolarmente positivo (24 per cento) è stato registrato dai titoli del listino STAR, riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti quanto alla qualità delle informazioni rese agli investitori e del governo societario.

In Italia, del basso livello dei tassi di interesse hanno beneficiato soprattutto le società con elevato indebitamento, in particolare quelle dei settori dell'elettricità e delle telecomunicazioni. Il rialzo delle quotazioni della principale azienda del comparto elettrico è stato sospinto anche dall'avvio di un ampio piano di dismissioni. Le quotazioni delle compagnie petrolifere e delle aziende produttrici di gas naturale hanno tratto vantaggio, oltre che dal rialzo del prezzo del petrolio e dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, da una maggiore redditività, cui hanno contribuito i processi di consolda-

mento della struttura finanziaria avviati nei periodi precedenti. La principale azienda del comparto telefonico ha realizzato un'importante operazione di riorganizzazione del proprio assetto societario. I corsi delle compagnie assicurative hanno beneficiato soprattutto della crescita degli utili nella seconda parte dell'anno (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali). Le quotazioni delle banche hanno registrato un andamento peggiore di quello dell'indice generale di borsa nella prima parte dell'anno e una sostenuta ripresa nella seconda, favorita anche da un miglioramento degli utili attesi per il 2004.

Nel 2004 il valore medio giornaliero di scambi di azioni italiane è aumentato rispetto all'anno precedente, come riflesso dell'aumento dei corsi: in rapporto alla media annua della capitalizzazione di borsa, è rimasto invariato attorno allo 0,5 per cento. La quota degli scambi relativi ai titoli inclusi nel nuovo indice S&P/MIB, rappresentativo delle società italiane a maggiore capitalizzazione, è diminuita dal 92 all'89 per cento.

L'offerta e la domanda di azioni. – In Italia il positivo andamento dei corsi azionari si è associato a una ripresa modesta delle operazioni di prima quotazione in borsa. Nel 2004 si sono quotate 8 società sul listino principale (4 nel 2003), di cui 2 sul mercato Expandi (finalizzato alla quotazione di piccole e medie imprese); non si sono invece avuti ingressi sul Nuovo Mercato, come nel 2003 (tav. D31). Il capitale raccolto nel complesso dalle società neoquotate e da quelle già presenti sul listino è diminuito rispetto all'anno precedente, collocandosi su valori molto contenuti (3,2 miliardi, pari allo 0,2 per cento della capitalizzazione media annua complessiva). È proseguita la crescita del segmento degli *exchange-traded funds* (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Anche nell'area dell'euro la ripresa delle operazioni di prima quotazione è stata relativamente moderata (72, contro 30 nel 2003). Negli Stati Uniti hanno fatto ingresso in borsa 194 società, contro 71 nel 2003.

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso la Borsa italiana 269 società italiane, contro 271 alla fine del 2003. Grazie alla risalita dei corsi, nel 2004 la capitalizzazione è passata da 487 a 569 miliardi, dal 37 al 43 per cento del PIL (alla fine del 2000 aveva superato il 70); tale rapporto era pari al 40 per cento in Germania, al 72 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 127 nel Regno Unito e al 139 negli Stati Uniti. Negli ultimi quindici anni le dimensioni relative della capitalizzazione di borsa sono rimaste sostanzialmente stabili tra i vari paesi.

Alla fine del 2004 le azioni delle società non finanziarie (escluse le imprese del settore dei servizi) rappresentavano in Italia il 23 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa, una quota sensibilmente inferiore sia a quelle della Germania e della Francia (55 e 69 per cento, rispettivamente) sia a quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti (59 e 72 per cento, rispettivamente). In Italia risultava invece più elevata rispetto agli altri

principali paesi sia l'incidenza delle banche e delle assicurazioni (37 per cento, contro una media del 25 per cento negli altri quattro paesi) sia quella delle società di servizi (37 per cento, contro una media del 12).

Tav. D31

PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA ITALIANA
(milioni di euro, salvo diversa indicazione)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Variazione dei corsi (1)	22,3	5,4	-25,1	-23,7	14,9	17,5
Società italiane quotate (numero a fine anno)	264	291	288	288	271	269
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6	39	44	44	41	37
Capitalizzazione (2)	726.566	818.384	592.319	457.992	487.446	568.901
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6.981	22.166	12.489	6.438	8.265	6.674
<i>in percentuale del PIL</i>	65,6	70,2	48,6	36,3	37,5	43,1
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	20	21	23	25	23	23
<i>assicurativi</i>	11	14	13	11	12	12
<i>bancari</i>	23	25	23	22	26	25
<i>finanziari</i>	3	3	3	3	4	3
<i>servizi</i>	43	37	39	39	35	37
Totale ...	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	22.543	9.148	6.171	3.894	8.710	3.197
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	280	4.402	222	115	5	65
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	189.822	29.764	10.554	5.142	1.412	5.999
di cui: <i>società estere</i>	119.415	..	..	2.067	..	..
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	1.345	22.108	458	..	..	..
Dividendi distribuiti (6)	10.052	15.711	15.889	18.650	17.030	22.517
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	3,4	4,5	6,0	5,9	6,4	6,0
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	1,5	2,1	2,8	3,8	3,4	3,4
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	504.070	845.193	620.004	572.940	580.703	641.376
<i>futures sull'indice S&P/MIB</i> (9)	905.841	984.392	829.416	673.836	527.024	467.122
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB</i> (9)	264.181	323.166	246.555	176.513	153.998	152.839
Turnover (10)	83	109	88	109	123	121

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Financial Datastream.

(1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (3) I dati non includono il Nuovo Mercato, il mercato Expandi e il Mercato Ristretto (chiuso nell'ottobre del 2003). – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

Lo scorso 20 settembre l'indice S&P/MIB ha sostituito il Mib30 quale indice del listino principale della Borsa italiana. Il nuovo indicatore è composto da 40 titoli, rappresentativi di oltre il 70 per cento della capitalizzazione del mercato italiano; la ponderazione delle azioni è basata sul flottante (quantitativo di titoli negoziabili in borsa), invece che sulla capitalizzazione di borsa.

Dalla fine del gennaio 2005 la Borsa italiana calcola l'indice All STARs, che comprende le azioni di tutte le società che rispondono a elevati requisiti in termini di trasparenza e di altre caratteristiche; vi sono inclusi i titoli del segmento STAR del listino principale e quelli dell'analogo segmento TechSTAR del Nuovo Mercato. Dalla stessa data la Borsa italiana calcola per il Nuovo Mercato soltanto un nuovo indice relativo al segmento TechSTAR. Infine, i panieri degli indici MIB e MIBTEL sono stati allargati alle azioni del Nuovo Mercato.

Il mercato dei derivati su indici di borsa e su azioni. – Nel 2004 il numero medio giornaliero degli scambi di contratti futures sull'indice S&P/MIB e quello di contratti miniS&P/MIB (futures di taglio ridotto) sono diminuiti, rispettivamente, del 31 e del 46 per cento rispetto ai livelli registrati dai corrispondenti contratti futures sull'indice Mib30 nell'anno precedente. La contrazione degli scambi sarebbe stata in parte determinata dall'incertezza dovuta all'introduzione dei nuovi strumenti derivati basati sull'indice S&P/MIB.

Il controvalore complessivo degli scambi di contratti di opzione è rimasto invariato, mentre quello di futures su singole azioni è passato da 2 miliardi nel 2003 a 8 nel 2004. La loro quota sul totale degli scambi di futures è tuttavia ancora limitata (l'1,5 per cento, contro lo 0,3 nel 2003).

II. – FUNZIONI DI VIGILANZA

E – L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI

Con questa sezione della Relazione si adempie l'obbligo di pubblicare annualmente una relazione sull'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari (art. 4 del decreto legislativo del 1° settembre 1993, n. 385). In particolare, si illustrano i criteri e i metodi seguiti nell'attività di controllo e si dà conto degli interventi effettuati nel 2004.

Nel 2004 la stabilità finanziaria ha costituito uno dei principali temi di approfondimento da parte degli organismi internazionali; sono state effettuate analisi dei fattori di potenziale vulnerabilità nei sistemi finanziari.

Il Financial Stability Forum (FSF) ha esaminato le dimensioni e le modalità di trasferimento del rischio di credito tra operatori dei settori bancario, mobiliare e assicurativo. Ha rilevato l'esigenza che gli intermediari dispongano di appropriati sistemi di controllo dei rischi. Ha raccomandato alle autorità nazionali una stretta collaborazione per la definizione di standard di vigilanza coerenti tra i vari settori.

In Europa, è stata promossa la predisposizione di un protocollo di intesa in caso di crisi bancarie che abbiano effetti in più di uno Stato membro.

Sono proseguiti i processi di armonizzazione della normativa e di cooperazione tra autorità di vigilanza, banche centrali e Ministri delle finanze nell'ambito dei comitati istituiti in seguito alla "riforma Lamfalussy".

È pressoché compiuto il Piano d'azione per i servizi finanziari, avviato nel 1999; sono stati emanati 39 dei 42 provvedimenti legislativi programmati.

La Commissione ha approvato nel luglio del 2004 le proposte di direttiva sul nuovo regime di adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento; esse sono sostanzialmente in linea con il documento approvato dal Comitato di Basilea nel giugno dello stesso anno. La procedura di codecisione tra il Consiglio e il Parlamento europeo dovrebbe terminare entro il 2005. La Banca d'Italia ha avviato i lavori per il recepimento in ambito nazionale della nuova disciplina, che entrerà in vigore il

1° gennaio del 2007; per gli intermediari che applicheranno i metodi più avanzati di calcolo dei rischi di credito e operativi l'entrata in vigore è fissata al 1° gennaio del 2008.

Il Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ha intrapreso iniziative dirette a favorire l'applicazione coerente da parte degli Stati membri del nuovo regime di adeguatezza patrimoniale. Sono in corso di predisposizione linee guida per l'elaborazione di schemi segnaletici comuni, la trasparenza dell'attività di vigilanza, la convalida dei sistemi di misurazione dei rischi per il calcolo dei requisiti minimi di capitale.

I principali interventi concernenti la legislazione bancaria e finanziaria nazionale hanno riguardato il recepimento di direttive comunitarie e l'applicazione al settore finanziario della riforma del diritto societario.

Sono state recepite la direttiva in materia di risanamento e liquidazione delle banche, volta a regolare le procedure di crisi degli istituti con articolazione in più di uno Stato membro, e, nell'aprile di quest'anno, le direttive sugli abusi di mercato, dirette a rafforzare l'azione di contrasto dei comportamenti distorsivi del corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Con i decreti legislativi 6 febbraio 2004, n. 37, e 28 dicembre 2004, n. 310 si è realizzato il coordinamento tra la riforma del diritto societario e la normativa dei settori bancario e finanziario. Sono state altresì precisate le modalità di applicazione della nuova disciplina alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo. Tali provvedimenti assoggettano gli intermediari vigilati alla riforma societaria, preservando talune specificità previste dalle normative di settore.

Per l'attuazione di questi provvedimenti la Banca d'Italia ha prospettato interventi normativi volti a garantire l'efficacia dell'azione di vigilanza nel nuovo contesto legislativo. Oltre alla materia dell'organizzazione e del governo societario, disciplinata con provvedimento dell'agosto 2004, le iniziative riguardano i requisiti degli esponenti aziendali, le partecipazioni in banche e altri intermediari, le attività di rischio nei confronti di soggetti collegati, la raccolta non bancaria del risparmio.

Nell'ambito della normativa secondaria, di particolare rilievo è la riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio. Gli aspetti più significativi riguardano le disposizioni in materia di organizzazione amministrativa e contabile e di controlli interni delle SGR. È stato arricchito il contenuto informativo del regolamento di gestione dei fondi destinati alla generalità degli investitori. Sono stati introdotti meccanismi per assicurare la correlazione tra provvigione di incentivo da corrispondere alla SGR e valore effettivamente creato nell'attività di gestione del fondo. Sono state semplificate le procedure di approvazione dei regolamenti dei fondi.

Sollecitata dalla concorrenza, è proseguita la riorganizzazione del sistema bancario, principalmente riguardo alla razionalizzazione delle strutture dei gruppi. Le operazioni di concentrazione e di acquisizione del controllo sono state 17 e hanno interessato banche alle quali faceva capo lo 0,4 per cento dei fondi del sistema.

Nel complesso il sistema bancario italiano risulta in linea con quello dei principali paesi per quanto concerne concentrazione e diffusione territoriale. Si caratterizza per l'elevata incidenza delle banche quotate. Ampia e articolata è la presenza di intermediari esteri.

Alla fine dello scorso anno le banche quotate erano 33, rappresentative del 77 per cento dei fondi intermediati dal sistema. Nei sistemi bancari degli altri principali paesi dell'Europa continentale il peso delle banche quotate non supera il 50 per cento. Nell'anno in corso banche italiane ed estere hanno avviato iniziative per acquisire partecipazioni rilevanti in due gruppi bancari italiani quotati; gli intermediari, per ottenerne il controllo, hanno fatto ricorso a offerte pubbliche di acquisto.

Alla fine del 2004 la quota di attività sull'estero delle banche italiane era pari all'8 per cento, quella dei primi sei gruppi all'11,3 per cento. Sono crescenti la penetrazione dei principali gruppi nazionali nei mercati dell'Europa centrale e orientale e la presenza all'estero anche di banche di media dimensione. Sul mercato italiano operano 60 filiali di banche estere e 15 filiazioni di gruppi esteri, alle quali è riconducibile complessivamente quasi l'8 per cento delle attività del sistema; le quote di mercato degli intermediari esteri nel nostro paese sono maggiori nella negoziazione di valori mobiliari, nelle gestioni patrimoniali, nei servizi di finanza aziendale e nel credito al consumo.

Nell'anno, la riorganizzazione del sistema ha interessato in misura intensa il settore dell'intermediazione non bancaria. I processi di accentrimento dei servizi di investimento presso le banche o le SGR da parte dei gruppi bancari di appartenenza continuano a determinare una contrazione del numero delle SIM. Prosegue la flessione del numero delle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, diverse dalle società veicolo per la cartolarizzazione.

Nonostante il processo di consolidamento, nel comparto del risparmio gestito i maggiori gestori nazionali presentano una scala operativa ridotta rispetto a quelli europei nonché una specializzazione nei prodotti al dettaglio. Nell'offerta di prodotti di carattere innovativo si accresce la presenza di concorrenti esteri.

Anche nel 2004 il sistema bancario ha fornito in misura sostenuta risorse all'economia. Gli impieghi sono cresciuti del 6 per cento, valore analogo a quello dell'anno precedente; la crescita è stata maggiore per la

clientela residente nel Mezzogiorno (10,5 per cento, a fronte del 7,8 del 2003) e per le famiglie (15,8 per cento contro l'11,1 del 2003). Il contenuto tasso di sviluppo dell'attività economica ha determinato un rallentamento dei prestiti alle imprese (3,8 per cento rispetto al 6,5 nel 2003) riconducibile in larga parte ai finanziamenti alle società di maggiore dimensione (in diminuzione dell'1 per cento rispetto al 2003).

La qualità del credito è rimasta sui livelli positivi raggiunti negli anni recenti, sia per i miglioramenti conseguiti dalle banche nelle tecniche di selezione e gestione dei rischi sia per la sostanziale stabilità delle condizioni finanziarie delle imprese. Il rapporto tra i prestiti in sofferenza e il totale degli impieghi è risultato pari a quello dello scorso anno (4,7 per cento); le nuove sofferenze rettificata si sono attestate allo 0,9 per cento degli impieghi vivi dell'anno precedente, valore in linea con quelli registrati in media negli anni recenti. Il rapporto tra le svalutazioni e il valore nominale delle posizioni in sofferenza è salito di circa due punti, al 57 per cento.

La redditività del sistema, misurata dal rapporto tra gli utili e la somma del capitale e delle riserve (ROE), ha registrato un incremento di quattro punti percentuali rispetto al 2003, dal 6,7 al 10,7 per cento; per i principali gruppi il ROE ha segnato un valore più elevato rispetto alla media del sistema, attestandosi al 12,5 per cento.

Il miglioramento dei risultati ha riflesso in misura significativa i minori accantonamenti su crediti e la riduzione degli oneri straordinari. Dal lato dei ricavi, si sono registrati un significativo aumento delle commissioni (5 per cento), soprattutto di quelle connesse con la gestione del risparmio, e un modesto incremento del margine di interesse (0,9 per cento), ai quali ha fatto riscontro una marcata contrazione dei proventi da operazioni finanziarie, pari al 37 per cento.

È proseguito il rafforzamento patrimoniale delle banche. Il maggiore autofinanziamento e gli aumenti di capitale hanno elevato il coefficiente di solvibilità dall'11,4 per cento nel 2003 all'11,6 nel 2004; per i principali gruppi esso è cresciuto dal 10,8 all'11,4 per cento.

Dall'analisi delle situazioni aziendali condotta dalla Vigilanza nel 2004 si rileva, rispetto all'anno precedente, una diminuzione del numero di banche con valutazione sfavorevole; sono stati attribuiti giudizi complessivamente negativi a 89 intermediari, ai quali fa capo il 9,2 per cento dei fondi intermediati. Il miglioramento dei giudizi riflette in larga parte il rafforzamento dei presidi organizzativi e l'accresciuto livello di patrimonializzazione. Le valutazioni trovano conferma nei risultati delle verifiche ispettive; per i principali gruppi bancari queste ultime hanno riguardato specifici settori di attività.

Sono proseguite a ritmo intenso le iniziative della Vigilanza per l'applicazione della nuova regolamentazione del patrimonio. Il vaglio dei processi di adeguamento dei sistemi aziendali ai requisiti quantitativi e qualitativi richiesti dalla nuova disciplina interessa un primo nucleo di operatori che intermediano complessivamente il 58 per cento dei fondi del sistema. L'attività di verifica viene svolta attraverso l'esame della documentazione statistica richiesta alle banche, la convocazione degli esponenti aziendali, l'esame diretto presso le banche dello stato dei lavori e dei processi organizzativi.

In collaborazione con gli intermediari sono state condotte analisi relative all'impatto sui bilanci bancari dell'introduzione – a partire dall'esercizio in corso – dei nuovi principi contabili internazionali; dagli esercizi di simulazione risulterebbero effetti in media contenuti sul patrimonio degli intermediari.

È stata intensificata l'attività di controllo del rispetto della normativa in materia di trasparenza. Nel 2004 le Filiali dell'Istituto hanno effettuato verifiche presso 844 sportelli di 158 banche; dall'inizio dell'anno in corso sono stati condotti circa 450 accertamenti presso sportelli di 120 intermediari.

Nel comparto dell'intermediazione non bancaria è aumentata rispetto al 2003 la redditività delle SGR, soprattutto di quelle specializzate nella gestione di fondi speculativi e di fondi chiusi mobiliari e immobiliari, e delle SIM, appartenenti a gruppi bancari, attive nella negoziazione per conto terzi e nella distribuzione di prodotti finanziari. Per quanto concerne le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del Testo unico bancario, si è registrata una ripresa dei crediti di leasing e un ulteriore aumento dei prestiti al consumo, seppure inferiore a quello del 2003. Nel complesso, la qualità del credito erogato dalle finanziarie è migliorata; i flussi reddituali sono più che raddoppiati.

Il miglioramento della situazione aziendale degli intermediari finanziari ha comportato una diminuzione delle società caratterizzate da una situazione anomala. Il numero delle SIM e delle SGR alle quali la Vigilanza ha attribuito un giudizio insoddisfacente è diminuito da 41 a 37; quello delle società finanziarie è passato da 36 a 30.

Nello scorso anno sono state esaminate comunicazioni preventive, effettuate ai sensi dell'articolo 129 del Testo unico bancario, relative a 1.600 emissioni di valori mobiliari; in 110 casi (58 nel 2003) le operazioni non sono state realizzate in seguito all'intervento della Banca d'Italia.

IL QUADRO NORMATIVO

La cooperazione internazionale e la regolamentazione comunitaria

La cooperazione internazionale. – La stabilità finanziaria costituisce il tema principale di approfondimento e di proposta nelle sedi internazionali di vigilanza sugli intermediari e sui mercati.

Nelle riunioni di settembre del 2004 e marzo del 2005 il Financial Stability Forum (FSF) ha rilevato il rafforzamento patrimoniale delle istituzioni finanziarie, agevolato dal miglioramento della congiuntura. I partecipanti al Forum hanno sottolineato l'opportunità che gli intermediari continuino a seguire con attenzione l'evoluzione dei rischi, anche attraverso esercizi che simulino l'impatto di scenari avversi.

Il FSF ha esaminato un rapporto predisposto dal Joint Forum in materia di trasferimento del rischio di credito. Il documento, pubblicato nel marzo del 2005, mette in evidenza che, generalmente, gli intermediari sono consapevoli dei rischi assunti. L'attività di predisposizione degli strumenti finanziari per trasferire il rischio di credito risulta concentrata presso un numero limitato di operatori specializzati; dal rapporto emerge tuttavia che questi soggetti dispongono delle competenze tecniche necessarie per gestire la complessa attività di trasferimento del rischio. Il documento contiene inoltre specifiche raccomandazioni volte a favorire l'adozione di appropriati sistemi di gestione e controllo degli strumenti con i quali viene realizzato il trasferimento. Particolare attenzione è stata riservata agli intermediari finanziari attivi nel comparto e non sottoposti a regolamentazione prudenziale, quali i fondi speculativi e le compagnie di riassicurazione.

Sono stati inoltre esaminati i lavori intrapresi dal Joint Forum sulla gestione del rischio di liquidità. Le analisi hanno riguardato, in una prima fase, una ricognizione delle modalità attraverso le quali le banche, le imprese di investimento e le compagnie di assicurazione raccolgono fondi e gestiscono il rischio di liquidità, nonché delle regole prudenziali adottate nelle varie giurisdizioni per fronteggiare tale tipologia di rischio. In una fase successiva, il programma prevede l'analisi delle procedure adottate dai gruppi finanziari complessi, attivi in più settori e in più paesi, per il controllo del rischio di liquidità.

Nel settembre del 2004, sulla base dell'esperienza acquisita dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dalla Banca Mondiale attraverso i programmi di valutazione del settore finanziario (Financial Sector Assessment Program - FSAP), il Forum ha invitato le organizzazioni internazionali

competenti (Comitato di Basilea, International Organization of Securities Commissions-Iosco, International Association of Insurance Supervisors-IAIS) a effettuare approfondimenti sull'attuazione degli standard regolamentari di vigilanza con particolare riferimento alle problematiche di natura intersettoriale.

Nel marzo del 2005 il Forum ha esaminato il rapporto predisposto dallo Iosco sul tema delle frodi nei mercati dei valori mobiliari. Nel documento si raccomanda una applicazione puntuale degli standard internazionali e una maggiore cooperazione tra le autorità per assicurarne il rispetto.

Il Forum ha infine riconsiderato la propria strategia nei confronti dei centri offshore. In relazione ai progressi compiuti da molte giurisdizioni nell'applicazione degli standard internazionali di vigilanza, la lista dei paesi non cooperativi deve ritenersi superata. L'azione verrà sviluppata in modo articolato: incoraggiando i programmi di valutazione del FMI; sostenendo le iniziative dei comitati internazionali preposti alla definizione degli standard di vigilanza volte al miglioramento della cooperazione; invitando le singole autorità di vigilanza a esercitare pressioni su quelle dei paesi non cooperativi. Il Forum verificherà direttamente i risultati delle iniziative in corso e adotterà specifiche misure nei confronti dei centri non cooperativi.

Nell'Unione europea, per quanto concerne la stabilità finanziaria, l'Economic and Financial Committee (EFC) ha proseguito le analisi sulla situazione dei sistemi finanziari degli Stati membri. Sono state inoltre avviate iniziative volte ad accrescere la cooperazione e lo scambio di informazioni tra autorità; in particolare è stato dato mandato di predisporre un protocollo tra le banche centrali, le autorità di vigilanza e i Ministeri delle finanze per il coordinamento in caso di crisi finanziarie di carattere sistemico e con effetti in più di uno Stato dell'Unione.

Nell'area della gestione delle crisi, l'EFC ha sottolineato che la prima linea di difesa dovrebbe essere costituita all'interno delle stesse istituzioni finanziarie. Le autorità di vigilanza dovrebbero verificare che i gruppi la cui stabilità ha riflessi sul sistema finanziario dell'Unione siano in condizione di assicurare con breve preavviso un'informazione completa sulla propria situazione patrimoniale, abbiano sviluppato procedure di emergenza adeguate e conducano a intervalli regolari prove che verifichino gli effetti di situazioni avverse.

Il Comitato per la vigilanza bancaria presso la Banca centrale europea (BCE) ha pubblicato nel novembre del 2004 i rapporti sull'evoluzione strutturale e sulla stabilità dei sistemi bancari dei paesi europei; per la prima volta essi riguardano anche i paesi nuovi membri della UE. I risultati delle analisi sono confluiti nella *Financial Stability Review*, che la BCE pubblicherà con cadenza annuale; la prima pubblicazione è avvenuta nel dicembre del 2004.

Con riferimento ai paesi della UE a 15, il rapporto sull'evoluzione strutturale mostra il proseguimento di alcune tendenze: il consolidamento delle strutture bancarie attraverso operazioni di concentrazione entro i confini nazionali e, in misura più limitata, oltre frontiera; l'internazionalizzazione dell'attività finanziaria sui mercati all'ingrosso; la crescita delle operazioni al dettaglio nei confronti delle famiglie, la cui domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta su livelli sostenuti.

Il rapporto sulla stabilità, predisposto sulla base dei dati consolidati della fine del 2003, mette in evidenza che, dopo due anni di diminuzione, si registra una ripresa della redditività delle banche. Hanno inciso positivamente l'aumento dei ricavi da servizi, la riduzione dei costi e la diminuzione degli accantonamenti effettuati a fronte delle perdite su crediti, collegata alla migliore situazione finanziaria delle grandi imprese industriali. Sono ulteriormente aumentati i coefficienti di adeguatezza patrimoniale. Il miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale è confermato dai risultati del primo semestre del 2004 relativi a 50 banche di grande e media dimensione.

La riforma della regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale. – Nel giugno del 2004 i Governatori delle banche centrali e i responsabili delle autorità di vigilanza del Gruppo dei Dieci (G10) hanno approvato il nuovo Schema di regolamentazione del patrimonio definito dal Comitato di Basilea al termine di un ampio processo di consultazione.

Nell'aprile del 2005 il Comitato di Basilea ha pubblicato un documento di consultazione contenente alcune proposte di modifica della vigente disciplina dell'adeguatezza patrimoniale delle banche per fronteggiare i rischi di mercato in modo coerente con le indicazioni del nuovo schema di regolamentazione.

Con riferimento alla disciplina del portafoglio per negoziazione, le principali novità riguardano la definizione di criteri più precisi per l'applicazione della normativa alle varie tipologie di attività. Per quanto concerne le modalità di gestione del rischio di controparte, vengono proposte tre metodologie di complessità crescente per le esposizioni in prodotti derivati negoziati over-the-counter ovvero in altre attività in valori mobiliari (pronti contro termine, prestito titoli).

È stata anche elaborata – con la collaborazione dei rappresentanti delle autorità di vigilanza sui valori mobiliari – la proposta di riconoscere un beneficio patrimoniale per alcune attività garantite del portafoglio per negoziazione e di quello immobilizzato, in presenza di un basso rischio di inadempienza congiunta del debitore principale e del garante (cosiddetto double default), ove ricorrano specifiche condizioni (garanzia prestata da banche, da imprese di investimento, da imprese di assicurazione).

Il documento dovrebbe essere approvato entro l'estate, in modo da poter incorporare le modifiche nel nuovo schema di adeguatezza patrimoniale prima della sua entrata in vigore.

Parallelamente ai lavori svolti presso il Comitato di Basilea, la Commissione europea ha adottato nel luglio scorso due proposte di modifica della direttiva CE 20 marzo 2000, n. 12 sull'attività bancaria e della direttiva CEE 15

marzo 1993, n. 6 sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento. È stata quindi avviata la procedura di codecisione tra il Consiglio e il Parlamento europeo. Il Consiglio ha apportato alcuni emendamenti al testo delle proposte, sui quali è stato raggiunto un accordo nella riunione del Consiglio Ecofin del 7 dicembre del 2004. La disciplina dovrebbe essere approvata entro l'anno in corso. L'entrata in vigore è fissata al 1° gennaio del 2007; per gli intermediari che adotteranno i metodi più avanzati di calcolo dei rischi di credito e operativo essa è stabilita al 1° gennaio del 2008.

La proposta di normativa comunitaria è sostanzialmente coerente con il testo del documento proposto dal Comitato di Basilea. Le differenze riguardano l'ambito di applicazione della disciplina, la riduzione delle discrezionalità nazionali, il coordinamento tra le autorità di vigilanza dei diversi Stati membri per la convalida dei sistemi avanzati di misurazione dei rischi nel caso di gruppi bancari con filiazioni all'estero, il trattamento di alcune categorie di crediti e di garanzie.

Viene prevista l'obbligatorietà delle nuove regole a livello consolidato e individuale, con la possibilità per gli Stati membri di esonerare dai requisiti individuali, in base a specifici criteri, le banche e le imprese di investimento facenti parte di gruppi e da quelli a livello consolidato i gruppi di imprese di investimento nel cui perimetro non siano presenti banche. Il requisito patrimoniale a fronte del rischio operativo non si applica alle imprese di investimento con operatività limitata alla prestazione di determinati servizi.

In sede di negoziato delle proposte di direttiva presso il Consiglio della UE è stata accolta l'indicazione del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors - CEBS) di eliminare alcune discrezionalità nazionali stabilite dal Comitato di Basilea. Il Comitato è impegnato ad assicurare un'interpretazione coerente delle rimanenti discrezionalità.

Per quanto riguarda il coordinamento tra autorità di vigilanza, quella del paese d'origine della capogruppo valuterà, in stretta collaborazione con le autorità dei paesi dell'Unione dove sono presenti filiazioni del gruppo, l'ammissione di quest'ultimo all'utilizzo dei metodi avanzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito e operativo.

Con riguardo alla ponderazione dei crediti con ritardi di pagamento viene proposto anche nel metodo standardizzato, analogamente a quanto stabilito per il metodo dei rating interni, che – per i crediti classificati come corporate – per cinque anni (fino alla fine del 2011) le banche possano includere tra le esposizioni di dubbio realizzo (default) le posizioni scadute da più di 180 giorni, rispetto ai 90 stabiliti in generale.

Per quanto concerne infine le forme di attenuazione del rischio, la proposta di direttiva, al fine di favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese, riconosce tra le garanzie ammesse anche gli schemi di garanzia mutualistica; essa consente, inoltre, di comprendere nel novero dei soggetti garanti anche quelle istituzioni finanziarie, diverse dalle banche e dalle imprese di investimento, sottoposte a vigilanza prudenziale con regole equivalenti a quelle che si applicano alle banche. Ciò potrebbe permettere di riconoscere le garanzie rilasciate dai confidi che si iscriveranno nell'elenco degli intermediari finanziari previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2003).

La regolamentazione comunitaria. – L'obiettivo di portare a compimento il Piano d'azione per i servizi finanziari entro il 2005 è stato sostanzialmente raggiunto. Sono state emanate 39 delle 42 misure legislative programmate.

Nel corso del 2004 è stata approvata la direttiva CE 15 dicembre 2004, n. 109, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza ai quali sono tenuti gli emittenti di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2003).

È all'esame del Parlamento europeo la proposta della terza direttiva sulla prevenzione dell'uso del sistema finanziario per finalità di riciclaggio, approvata dal Consiglio il 7 dicembre del 2004. Essa mira ad allineare l'ordinamento comunitario alla nuova formulazione delle quaranta raccomandazioni del Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) per il contrasto del riciclaggio del denaro di provenienza illecita e a estendere le finalità della normativa alla prevenzione del finanziamento del terrorismo internazionale.

Le Istituzioni comunitarie e gli Stati membri sono ora impegnati nella produzione della normativa secondaria e nello sviluppo della convergenza delle prassi di vigilanza; in tale ambito un ruolo rilevante è svolto dai Comitati previsti dalla riforma Lamfalussy.

Nel marzo scorso è stata approvata la direttiva CE 9 marzo 2005, n. 1, che completa il quadro istituzionale della riforma. Essa istituisce il comitato bancario di secondo livello, denominato Comitato bancario europeo (European Banking Committee – EBC), che dovrà assistere la Commissione nell'emanazione della regolamentazione secondaria sostituendo il Comitato consultivo bancario (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2002). È stato inoltre soppresso il Comitato di contatto previsto dalla direttiva CEE 20 dicembre 1985, n. 611, in materia di Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), le cui competenze sono state trasferite al Comitato europeo dei valori mobiliari.

Il CEBS ha operato soprattutto per lo sviluppo di criteri di convergenza e di cooperazione tra autorità, al fine di favorire l'applicazione coerente del nuovo regime di adeguatezza patrimoniale da parte degli Stati membri. Il Comitato ha pubblicato, per consultazione, le linee guida relative alla trasparenza dell'attività di controllo prudenziale, all'elaborazione di schemi segnaletici comuni, alle modalità di applicazione dei nuovi principi contabili internazionali. Il CEBS sta altresì svolgendo approfondimenti sulla cooperazione tra autorità nel quadro della vigilanza sui gruppi con succursali e filiazioni in altri Stati membri, sulla convalida dei sistemi interni per i rischi di credito e operativo e sul processo di controllo prudenziale.

Allo scopo di facilitare la comparabilità dei regimi nazionali riguardanti le nuove regole di adeguatezza patrimoniale delle banche, il Comitato ha redatto un documento relativo alle linee guida per agevolare la consultazione da parte del pubblico dei testi normativi, delle modalità di esercizio delle opzioni nazionali, dei criteri generali e delle

metodologie del controllo prudenziale, dei dati statistici aggregati sull'applicazione della nuova regolamentazione. Il documento presenta un modello di pubblicazione in forma elettronica basato su collegamenti telematici tra il sito internet del Comitato e quelli delle autorità nazionali.

Il lavoro sugli schemi segnaletici ha riguardato sia la definizione di un modello standardizzato per la rilevazione dei coefficienti patrimoniali sia la realizzazione di un formato comune per la segnalazione dei dati contabili relativi allo stato patrimoniale e al conto economico. Sono state anche elaborate regole prudenziali ("filtri prudenziali") da applicare ai dati di bilancio elaborati secondo gli International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) al fine di mantenere elevate la qualità e la stabilità delle componenti incluse nel patrimonio di vigilanza (cfr. il capitolo: I controlli).

Con riferimento alla vigilanza consolidata sui gruppi attivi in più Stati membri, il CEBS sta elaborando linee guida sulla cooperazione tra autorità. Nel pieno rispetto delle norme comunitarie sulla ripartizione dei compiti di controllo, vengono predisposti meccanismi operativi per lo scambio di informazioni e per la collaborazione nell'adozione delle misure prudenziali. Nel caso di succursali e filiazioni del gruppo la cui instabilità avrebbe effetti rilevanti sui mercati locali viene riconosciuto un ruolo adeguato alle autorità del paese ospite.

Nell'ambito dell'attività consultiva, nei primi mesi del 2005, il CEBS è stato chiamato a fornire il proprio parere alla Commissione in tema di riesame delle norme comunitarie sulla definizione di partecipazione qualificata al capitale delle banche (art. 16 della direttiva 2000/12/CE).

Nel campo dell'intermediazione in valori mobiliari, il Committee of European Securities Regulators (CESR) ha elaborato proposte di regolamentazione secondaria relative alla direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39.

Le proposte riguardano, tra l'altro, l'esternalizzazione di attività riservate e l'autonomia della funzione aziendale che assicura la conformità delle attività svolte alle disposizioni legislative, regolamentari e di autodisciplina. La proposta contiene anche disposizioni in materia di modalità di deposito e sub-deposito dei beni detenuti dagli intermediari per conto della clientela. Nel settore dei fondi comuni, il CESR ha adottato le linee guida relative all'applicazione della disciplina transitoria introdotta dalle direttive CE 21 gennaio 2002, nn. 2001/107 e 2001/108, al fine di garantire, anche durante questo periodo, la libera commerciabilità dei fondi comuni negli Stati dell'Unione (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2003).

L'ammodernamento del diritto societario europeo è proseguito lungo le linee indicate dal Piano d'azione sul diritto societario e sulla corporate governance e dal Piano d'azione sulla revisione contabile, predisposti dalla Commissione nel 2003. L'obiettivo di promuovere la convergenza verso strutture di governo più efficienti viene perseguito prevedendo un insieme di principi armonizzati a tutela dei soci e dei terzi, l'aumento della trasparenza, l'attenuazione dei vincoli alla mobilità delle imprese nel Mercato interno. Le differenze esistenti nei modelli di governance dei paesi europei

rendono complesso questo processo di convergenza, con esiti incerti circa l' incisività delle soluzioni adottate.

Sono all'esame del Parlamento europeo due proposte di direttiva sulle quali è stato raggiunto un orientamento generale in seno al Consiglio. La prima è volta ad agevolare le fusioni transfrontaliere tra società di capitali attraverso la previsione di un iter armonizzato, un coordinamento tra i compiti degli Stati membri interessati e forme di partecipazione dei lavoratori. La seconda – che modifica la direttiva CEE 10 aprile 1984, n. 253 – armonizza e rende più severe le regole riguardanti l'accesso alla professione di revisore contabile, le forme di controllo, la nomina, la revoca e le condizioni di indipendenza; criteri più rigorosi sono stabiliti per gli enti di interesse pubblico (società quotate, banche, altri istituti finanziari e compagnie di assicurazione).

Altre due proposte di direttiva sono all'esame del Consiglio della UE. L'una è volta a semplificare la disciplina del capitale delle società per azioni; l'altra intende modificare le direttive in tema di conti annuali e consolidati con l'introduzione dell'obbligo per le società quotate di allegare al bilancio notizie sugli assetti di governo e di un principio uniforme di responsabilità solidale degli organi amministrativi e di controllo per la veridicità delle informazioni fornite.

La Commissione della UE ha recentemente emanato due Raccomandazioni volte a rafforzare la funzione di controllo degli amministratori indipendenti nelle società quotate e a introdurre regole uniformi sulle modalità di determinazione e di pubblicità dei compensi degli amministratori.

La legislazione nazionale

*La riforma del diritto societario. Coordinamento con la disciplina delle banche cooperative. – Il decreto legislativo 28 dicembre 2004, n. 310, recante interventi correttivi della riforma societaria, ha apportato modificazioni e integrazioni al Testo unico bancario (TUB) volte a completare il coordinamento della riforma stessa con la legislazione bancaria, attuato con il precedente decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2003).*

Il provvedimento ha reso applicabile alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo (BCC) la nuova disciplina societaria, purché non incompatibile con aspetti sostanziali della relativa disciplina speciale.

Il D.lgs. n. 310/2004 ha anche apportato al TUB integrazioni volte ad adeguare la definizione di gruppo bancario e la disciplina concernente gli assetti proprietari delle banche alle nuove previsioni civilistiche in materia di direzione e coordinamento di società.

Viene confermata la distinzione tra i due modelli di banca cooperativa individuati dal TUB, incentrata sulla presenza in diversa misura del requisito mutualistico. Le BCC sono ricondotte alla categoria civilistica delle cooperative "a mutualità prevalente", in

quanto tenute ad adottare in statuto le clausole che incidono sulla possibilità di distribuire utili e riserve ai soci e di remunerare gli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci stessi nonché a osservare i criteri di operatività prevalente con i soci, definiti dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del TUB. Relativamente alle banche popolari, invece, è stata espressamente esclusa l'applicabilità delle disposizioni che fanno riferimento alla condizione di prevalenza mutualistica, conformemente alle peculiari caratteristiche di tale modello di banca. Il provvedimento consente alle banche cooperative di usufruire delle opportunità offerte dalla riforma in materia di modelli di amministrazione e controllo, di speciali categorie di azioni, di gruppo paritetico cooperativo.

Nei mesi di marzo e aprile del 2005 la Banca d'Italia ha emanato disposizioni concernenti gli adeguamenti statutari che le banche popolari e le BCC devono introdurre al fine di rendere coerente la propria regolamentazione societaria con la nuova disciplina civilistica a esse applicabile.

Le disposizioni riguardano, in particolare, gli adeguamenti degli statuti alle nuove norme civilistiche di tipo inderogabile, da effettuare entro il termine del 30 giugno del 2005 fissato dalla legge. La Federazione italiana delle BCC ha proceduto, in raccordo con la Banca d'Italia, alla revisione dello "statuto tipo" della categoria per favorire la tempestività e l'omogeneità degli interventi di adeguamento.

Recepimento della direttiva in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi. – Con il decreto legislativo 9 luglio 2004, n. 197, è stata recepita la direttiva CE 4 aprile 2001, n. 24, mirante a coordinare le normative nazionali con riferimento ai casi di crisi di banche aventi succursali in più Stati membri (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

La nuova disciplina è diretta ad assicurare l'unità e l'universalità delle procedure attraverso il principio del riconoscimento reciproco dei provvedimenti di risanamento e liquidazione adottati dall'autorità dello Stato d'origine della banca e l'applicazione della relativa disciplina, salvo specifiche eccezioni (ad es. in materia di rapporti di lavoro, diritti su beni e strumenti finanziari, accordi di novazione e compensazione).

A tali fini, il decreto introduce nel TUB apposite previsioni dedicate alle procedure di risanamento e liquidazione delle banche operanti in ambito comunitario, agli obblighi informativi tra autorità di vigilanza degli Stati comunitari, al regime di pubblicità degli atti e di informazione dei terzi.

Con il medesimo provvedimento legislativo è stato effettuato, in attuazione di specifici criteri di delega, il coordinamento della disciplina delle crisi contenuta nei Testi unici bancario e della finanza con il decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, concernente la responsabilità degli enti per illeciti amministrativi dipendenti da reato.

Il coordinamento prevede specifiche forme di raccordo tra l'Autorità giudiziaria e la Banca d'Italia, a cui è attribuito il compito di dare esecuzione alla sentenza irrevocabile del giudice penale che applichi a una banca una delle sanzioni interdittive di maggiore gravità previste dal D.lgs. n. 231/2001, attraverso le misure previste dal Titolo IV del Testo unico bancario. È inoltre esclusa l'applicazione nei confronti delle banche delle norme del D.lgs. n. 231/2001 che consentono al giudice di applicare in via cautelare misure interdittive e di nominare, in taluni casi, un commissario giudiziale per la prosecuzione dell'attività dell'ente. La nuova disciplina, riferibile anche agli intermediari finanziari vigilati nei casi in cui si applichino loro le procedure di crisi previste dal TUB, viene estesa alle società di intermediazione mobiliare (SIM), alle società di gestione del risparmio (SGR) e alle società di investimento a capitale variabile (Sicav) mediante l'introduzione nel Testo unico della finanza di apposite norme che stabiliscono una competenza della Banca d'Italia e della Consob, secondo le rispettive attribuzioni.

Recepimento della direttiva sui contratti di garanzia finanziaria. – Il decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170, che recepisce la direttiva CE 6 giugno 2002, n. 47 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002), ha introdotto una autonoma disciplina dei contratti di garanzia finanziaria, che si aggiunge al regime generale delle garanzie previsto nel codice civile.

La nuova disciplina delinea regimi semplificati per la conclusione di tali contratti nonché meccanismi che assicurano certezza e rapidità nell'escussione delle garanzie (ad esempio, attraverso l'appropriazione o la vendita diretta del bene da parte del creditore, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione).

L'ambito di applicazione della normativa si riferisce ai contratti di pegno e di cessione di credito o trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, di cui siano parte autorità pubbliche, banche centrali, soggetti finanziari o, a condizione che la controparte rientri in una di dette categorie, anche soggetti non finanziari diversi dalle persone fisiche.

Applicazione degli IAS nei bilanci bancari e finanziari. – Con il decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, sono state esercitate talune opzioni consentite agli Stati membri della UE dal Regolamento CE del 19 luglio 2002, n. 1606, che ha introdotto, per le società quotate, l'obbligo di redigere, a partire dall'esercizio 2005, il bilancio consolidato secondo gli International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) adottati nell'ambito dell'Unione.

Il decreto stabilisce che le banche, le società finanziarie capogruppo, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del TUB, gli Istituti di moneta elettronica (Imel), le SIM e le SGR debbano redigere in conformità degli IAS il bilancio consolidato, dall'esercizio 2005, e quello individuale, dal 2006, con facoltà di anticipare tale adem-

pimento all'esercizio 2005 (cfr. il capitolo: *I controlli*); viene anche precisato che il potere regolamentare della Banca d'Italia in materia di forme tecniche dei bilanci bancari e finanziari è esercitato nel rispetto dei principi contabili internazionali.

Recepimento delle direttive relative agli abusi di mercato. – La legge 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria 2004) ha recepito nell'ordinamento interno le direttive comunitarie relative agli abusi di mercato (direttiva CE 28 gennaio 2003, n. 6, e relative direttive di attuazione della Commissione) con norme volte a rafforzare l'azione di contrasto dei comportamenti distorsivi del corretto funzionamento dei mercati finanziari. La disciplina introduce, in un apposito Titolo del TUF, due fattispecie di illecito amministrativo e penale: l'abuso di informazioni privilegiate, che sostituisce la preesistente fattispecie di insider trading, e la manipolazione del mercato, che costituisce una nuova fattispecie di aggio; le nuove condotte vietate rilevano anche ai fini della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche.

Gli aspetti maggiormente rilevanti della legge concernono la riformulazione delle disposizioni relative agli obblighi di comunicazione al pubblico, da parte degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano, delle informazioni privilegiate che li riguardano; l'obbligo dei soggetti che producono o diffondono ricerche e valutazioni di presentare le informazioni in modo corretto e di rendere nota l'esistenza di conflitti di interesse; l'istituzione del registro delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate; l'introduzione del reato di ostacolo alle nuove funzioni attribuite alla Consob. La stessa Commissione, quale Autorità nazionale competente per l'attuazione della nuova disciplina, viene dotata di appositi poteri normativi, ispettivi e sanzionatori; ne sono, altresì, potenziate le risorse.

La normativa secondaria

Nel corso del 2004 la Banca d'Italia ha sottoposto alle competenti Autorità creditizie i principali provvedimenti normativi resi necessari dal coordinamento della legislazione bancaria e finanziaria con il nuovo diritto societario (decreti legislativi n. 37/2004 e n. 310/2004). Le iniziative hanno riguardato: l'organizzazione e il governo societario; i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti delle banche e degli altri intermediari vigilati; la disciplina delle partecipazioni nelle banche e dei fidi a soggetti collegati; la raccolta del risparmio da parte dei soggetti non bancari.

Organizzazione e governo societario. – Con decreto del 5 agosto 2004, il Ministro dell'Economia e delle finanze, in qualità di Presidente del CICR, ha emanato, su proposta della Banca d'Italia, disposizioni in

materia di organizzazione e governo societario delle banche. Il provvedimento indica i criteri generali a cui le banche si devono attenere nel definire il proprio assetto di governo societario, tenuto conto della rilevanza di quest'ultimo ai fini della sana e prudente gestione e della competitività degli intermediari.

I principi dettati dal decreto sono volti a assicurare: l'efficienza della gestione e l'efficacia dei controlli indipendentemente dal modello di amministrazione e di controllo adottato; il bilanciamento dei poteri e la dialettica tra i diversi organi; l'adeguatezza dei flussi informativi; una consapevole gestione dei rischi; una composizione degli organi sociali quantitativamente e qualitativamente adeguata alle esigenze gestionali e di controllo proprie della singola banca. È previsto che la Banca d'Italia, nelle disposizioni attuative, possa richiedere agli intermediari la produzione di un progetto sull'assetto complessivo del governo societario.

Il decreto ministeriale si applica anche agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del TUB e agli Imel, tenendo conto delle relative peculiarità. Con riferimento alle SIM e alle SGR, nell'agosto del 2004 sono state emanate disposizioni analoghe a quelle previste per gli altri intermediari vigilati.

Recepimento del nuovo Schema di regolamentazione del patrimonio. – Nel marzo del 2005 la Banca d'Italia ha comunicato al sistema bancario l'avvio dei lavori per il recepimento in ambito nazionale dello Schema di regolamentazione del patrimonio, definito dal Comitato di Basilea e oggetto di proposte di direttive comunitarie. Con la stessa comunicazione è stato preannunciato che sulle questioni più rilevanti della nuova regolamentazione sarà avviata una fase di confronto con gli intermediari e con le associazioni di categoria; in tale quadro, la Banca d'Italia ha reso note prime valutazioni in merito alle fattispecie per le quali la normativa internazionale rinvia alla discrezionalità nazionale. Sono state anche formulate raccomandazioni in ordine alle analisi e alle verifiche che le banche dovranno effettuare in relazione alla nuova normativa prudenziale (cfr. il capitolo: *I controlli*).

Cassa depositi e prestiti. – La CDP spa, in conformità con gli indirizzi del Ministro dell'Economia e delle finanze, acquisito il parere della Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 8 del decreto ministeriale del 5 dicembre 2003, ha definito i criteri che informano la separazione organizzativo-contabile tra la "gestione separata" – in cui è confluita l'attività di finanziamento dello Stato e degli enti territoriali e locali con l'impiego dei fondi raccolti attraverso Poste italiane spa e garantiti dallo Stato – e la rimanente attività di intermediazione. Tali criteri, finalizzati ad assicurare il rispetto della normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato e di concorrenza, rilevano anche per le finalità di trasparenza ed equilibrio economico della "gestione separata" stabilite dalla legge di trasformazione della Cassa (legge 24 novembre 2003, n. 326).

Contestualmente è stata avviata un'attività di vigilanza informativa, volta ad acquisire elementi di conoscenza e di valutazione sull'attività e sull'organizzazione aziendali in vista dell'emanazione di norme di vigilanza ai sensi dell'articolo 5, comma 6, della legge di trasformazione. L'assetto della normativa di vigilanza sarà sostanzialmente equivalente a quello delle banche, avendo presenti le specifiche caratteristiche istituzionali e operative della Cassa.

Nel mese di novembre, in relazione al programma di emissione di obbligazioni della Cassa a fronte di crediti nei confronti dello Stato e di enti locali e territoriali e segregati in un patrimonio destinato (covered bond), la Banca d'Italia ha definito il trattamento prudenziale a cui dovranno attenersi le banche che dovessero detenere tali titoli, consentendo di applicare la ponderazione del 20 per cento – pari alla ponderazione maggiore tra quelle riferibili alle singole attività incluse nel patrimonio destinato – in luogo di quella del 100 per cento riferibile all'emittente.

Regolamento di disciplina delle fondazioni bancarie. – Con DM 18 maggio 2004, n. 150, il Ministro dell'Economia e delle finanze ha emanato un nuovo regolamento in materia di fondazioni bancarie. Gli aspetti di maggiore novità della disciplina attengono a profili esaminati dalla Corte costituzionale nella sentenza 24-29 settembre 2003, n. 301 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2003): composizione dell'organo di indirizzo, incompatibilità per gli esponenti della fondazione, controllo congiunto su una banca.

L'organo di indirizzo deve essere composto, in via prevalente, da rappresentanti di enti espressione delle realtà locali; per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione, indirizzo e controllo presso la fondazione sono stabilite incompatibilità per gli incarichi presso la società bancaria conferitaria o le società da questa controllate o partecipate. La nozione di controllo congiunto su una banca viene circoscritta ai casi in cui più fondazioni, mediante accordi da provare in forma scritta, realizzino una delle situazioni rilevanti ai fini del controllo individuale.

Durata minima dei certificati di deposito. – Nel luglio del 2004 le Istruzioni di vigilanza in tema di durata dei certificati di deposito e dei buoni fruttiferi emessi dalle banche sono state modificate, disponendo che tali strumenti abbiano una durata compresa tra 1 mese e 5 anni; è stata così abbreviata la durata minima, fissata in precedenza a 3 mesi.

La modifica consente alle banche di disporre di strumenti di deposito a breve termine per una gestione della tesoreria funzionale alle proprie esigenze di liquidità; essa inoltre tende a favorire lo sviluppo di un efficiente mercato di strumenti di raccolta a breve termine, anche in relazione alle specifiche iniziative comunitarie in materia.

Continuità operativa in casi di emergenza. – Nel luglio del 2004, a conclusione di una fase di consultazione avviata nell'anno precedente,

sono state dettate disposizioni sulla continuità operativa delle banche in casi di emergenza. La nuova regolamentazione, che si aggiunge alle vigenti Istruzioni di vigilanza in materia di controlli interni, si è resa opportuna a seguito della crescente complessità dell'attività bancaria, dell'intenso utilizzo delle tecnologie dell'informazione e dei nuovi scenari di rischio delle banche.

Gli elementi principali della normativa sono: l'estensione dei piani di continuità a tutti i processi essenziali per la continuità aziendale; il riconoscimento di margini di autonomia nella definizione delle misure di emergenza in relazione alle caratteristiche di ciascun intermediario e ai livelli di rischio dei singoli processi aziendali; l'articolazione della normativa su due livelli, distinguendo tra requisiti minimi a carattere prevalentemente metodologico e organizzativo, rivolti a tutte le banche, e misure più rigorose per gli intermediari di maggiore dimensione.

Paesi nuovi membri della UE. – In seguito all'adesione di dieci nuovi Stati all'Unione europea, nel novembre del 2004 sono state emanate disposizioni riguardanti il trattamento prudenziale delle esposizioni verso soggetti residenti in tali paesi. Nei confronti di tali soggetti possono essere applicate le specifiche ponderazioni previste dalla normativa prudenziale per i residenti nei paesi della “zona A” mentre non si applicano più le disposizioni di vigilanza in materia di rettifiche minime forfetarie per il rischio paese, anche nel caso in cui i nuovi Stati dell'Unione non siano membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e salvo che gli stessi non abbiano proceduto negli ultimi cinque anni a una ristrutturazione del proprio debito sovrano.

Intermediari mobiliari e finanziari. Adeguamento alla riforma del diritto societario. – Nel giugno del 2004 la Banca d'Italia ha emanato disposizioni in merito alle iniziative che le SIM, le SGR e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'articolo 107 del TUB sono tenuti ad assumere in conseguenza dell'entrata in vigore del nuovo diritto societario e ha fornito indicazioni di tipo prudenziale in ordine alle novità normative.

A tale riguardo rilevano, tra l'altro, le disposizioni a cui si devono attenere gli intermediari finanziari e le SIM che, secondo le norme del codice civile, rispondono della solvenza delle società per le obbligazioni e i titoli di debito da queste emessi. Essi devono avere un patrimonio di vigilanza pari ad almeno 25 milioni di euro e un requisito patrimoniale commisurato all'impegno assunto; le SGR, in relazione alla natura dell'attività svolta, non possono rispondere della solvenza delle società per i titoli emessi.

Società di gestione del risparmio e fondi comuni di investimento. – Con provvedimento dell'aprile 2005 è stata riformata l'intera disciplina della gestione collettiva del risparmio emanata dalla Banca d'Italia ed è

stato completato il recepimento delle direttive CE 21 gennaio 2002, nn. 2001/107 e 2001/108, in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2003).

Gli aspetti di maggiore rilievo della disciplina delle SGR riguardano le disposizioni in materia di organizzazione amministrativa e contabile e del sistema dei controlli interni. Esse forniscono indicazioni circa i compiti degli organi aziendali e dell'alta direzione; delineano i presidi per assicurare il governo dei rischi della SGR e dei patrimoni gestiti; dettano le regole per l'esternalizzazione di funzioni aziendali.

Le competenze devono essere ripartite tra gli organi in modo da evitare sovrapposizioni che possano incidere negativamente sulla funzionalità aziendale. Gli organi devono assicurare una costante dialettica interna e il loro operato deve essere sempre documentato, per consentire la verifica degli atti gestionali. Il sistema dei controlli interni deve, tra l'altro, prevedere riscontri sulla conformità dell'operatività aziendale con le disposizioni di legge, con i provvedimenti delle autorità di vigilanza e con le norme di autoregolamentazione (compliance).

In relazione alla banca depositaria, sono stati introdotti specifici requisiti organizzativi nel caso in cui essa intenda assumere l'incarico di calcolare il valore della quota dei fondi, attività ora consentita dal TUF (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2003). La banca deve disporre di una struttura dedicata ai compiti di depositaria, di sistemi informativi adeguati e deve essere dotata di idonee metodologie di valutazione delle attività del fondo.

La disciplina dei fondi comuni e delle Sicav (organismi di investimento collettivo del risparmio - OICR) è stata adeguata alle nuove disposizioni comunitarie e accorda maggiore flessibilità alle SGR nella gestione dei fondi.

Per quanto concerne i cosiddetti fondi armonizzati, la novità di maggiore rilievo consiste nella possibilità di utilizzare gli strumenti finanziari derivati anche a fini di investimento, purché gli impegni assunti dal fondo in relazione a tali transazioni non superino il suo patrimonio netto. Ai fondi comuni aperti non sottoposti ai vincoli comunitari (cosiddetti fondi non armonizzati) è consentito di investire il loro patrimonio in fondi chiusi quotati e in fondi speculativi, nel rispetto di condizioni volte a preservare la compatibilità dell'investimento con la struttura aperta del fondo e con le caratteristiche degli investitori (ad esempio, l'investimento in fondi speculativi non può superare il 20 per cento del totale delle attività del fondo).

Per quanto attiene ai fondi chiusi, sono state ammesse ulteriori forme tecniche di intervento in operazioni di private equity o di venture capital; ad esempio, i fondi possono, nel rispetto di determinate cautele, concedere prestiti funzionali o complementari all'acquisto di partecipazioni.

Nella nuova disciplina i criteri di redazione e il contenuto minimo del regolamento di gestione dei fondi sono graduati in relazione alle diverse tipologie di OICR, distinguendo tra i fondi destinati alla generalità degli investitori e quelli rivolti a una clientela qualificata. Per i primi vengono richieste: una accurata descrizione delle politiche di investimento del fondo; la definizione di meccanismi di sottoscrizione e di rimborso delle quote volti a evitare che singoli partecipanti possano avvantaggiarsi a danno del fondo o di altri partecipanti; l'indicazione dettagliata dei costi sostenuti dal fondo e di quelli a carico dei partecipanti. Per quanto riguarda i fondi riservati a investitori qualificati, tenuto conto delle caratteristiche dei partecipanti, è stato lasciato ampio spazio all'autonomia delle parti per la definizione del contenuto del regolamento. Il compenso della SGR per la gestione di fondi aperti può comprendere, oltre alla provvigione di gestione calcolata come percentuale del patrimonio netto del fondo, una provvigione di incentivo.

Sono stati introdotti meccanismi volti ad assicurare che la commissione di incentivo sia corrisposta in ragione del valore effettivamente creato nel corso dell'attività gestoria (ad esempio, i parametri utilizzati per il calcolo delle provvigioni di incentivo devono essere coerenti con la politica di investimento del fondo; la cadenza del prelievo non può essere inferiore a un anno; nel regolamento del fondo deve essere fissato il limite massimo delle provvigioni complessive, di gestione e di incentivo).

La nuova disciplina semplifica ulteriormente le procedure di approvazione dei regolamenti di gestione degli OICR, riducendo i tempi di accesso al mercato dei nuovi prodotti.

In particolare, sono previste nuove ipotesi in cui l'approvazione del regolamento avviene in tempi abbreviati e sono disciplinati i casi in cui i regolamenti si intendono approvati in via generale (regolamenti dei fondi riservati a investitori qualificati redatti secondo schemi riconosciuti dalla Banca d'Italia; modifiche regolamentari relative all'entità delle spese a carico dei fondi aperti).

Con provvedimento del febbraio del 2005 sono state riorganizzate le segnalazioni statistiche e di vigilanza degli OICR di diritto estero, prevedendo un unico schema segnaletico per tutte le tipologie di fondi (armonizzati e non) e una periodicità informativa semestrale. Le nuove segnalazioni entreranno in vigore dal dicembre del 2005.

Intermediari finanziari. – Con provvedimento del giugno del 2004 sono state fornite indicazioni circa le modalità con cui gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del TUB devono rilevare in bilancio e nelle segnalazioni di vigilanza le operazioni di cartolarizzazione di crediti propri e i titoli relativi a cartolarizzazioni di terzi detenuti in portafoglio e ne è stato definito il trattamento prudenziale.

Nel caso in cui gli intermediari finanziari acquistino titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione proprie o di altri soggetti, è necessario che gli organi amministrativi effettuino un costante controllo delle posizioni di rischio assunte. Ai fini del bilancio, è stato precisato che il valore di iscrizione dei titoli junior di operazioni di cartolarizzazione deve tenere conto delle perdite latenti, determinate in funzione del grado di recuperabilità del portafoglio di attività oggetto di cartolarizzazione; nella nota integrativa viene richiesta una informativa completa sull'operatività dell'intermediario nel comparto delle cartolarizzazioni. Nella determinazione del patrimonio di vigilanza utile per la copertura delle attività di rischio dell'intermediario è dedotto il valore dei titoli junior e mezzanine in portafoglio.

Nel gennaio del 2005 sono state modificate le informazioni richieste agli intermediari finanziari relative ai crediti ristrutturati: la nozione di credito ristrutturato comprende l'insieme delle posizioni riferibili a un soggetto e non solo la linea di credito oggetto di ristrutturazione; l'informazione deve essere resa con cadenza semestrale.

STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO

Alla fine del 2004 il sistema finanziario italiano era costituito da 778 banche, 653 fra società di intermediazione mobiliare (SIM), società di gestione del risparmio (SGR) e altre società finanziarie iscritte nell'elenco ex articolo 107 del Testo unico bancario (TUB), nonché dalla divisione Bancoposta di Poste italiane spa. Nel sistema finanziario opera anche la Cassa depositi e prestiti, trasformata in società per azioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 (cfr. il capitolo: *Il quadro normativo*). Rispetto al 2003, il numero delle banche e delle SIM si è ridotto, mentre è aumentato quello delle SGR e delle altre società finanziarie vigilate (tav. E1).

I gruppi bancari erano 83 (82 nel 2003) e includevano 227 banche italiane, 94 tra SIM e SGR, 213 società finanziarie italiane e 30 finanzia-

Tav. E1

STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

Tipo intermediario	31 dicembre 2003			31 dicembre 2004		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari			82			83
Banche	225	563	788	227	551	778
di cui: <i>banche S.p.A</i>	197	47	244	198	44	242
<i>banche popolari</i>	18	20	38	18	19	37
<i>banche di credito cooperativo</i>	10	435	445	11	428	439
<i>succursali di banche estere</i>		61	61		60	60
Società di intermediazione mobiliare	35	97	132	25	90	115
Società di gestione del risparmio e Sicav ..	66	87	153	69	93	162
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 106 del Testo unico bancario	206	1.288	1.494	213	1.306	1519
di cui: <i>iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario</i>	98	261	359	99	277	376
Altri intermediari (1)	–	–	–	–	2	2

(1) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

rie di partecipazione, fra cui 5 capogruppo; le società strumentali erano 166, di cui 32 estere. Gli intermediari esteri erano 302, di cui 75 banche (tav. aE1).

Le banche e gli altri intermediari vigilati amministravano attività finanziarie di clientela ordinaria rispettivamente pari a 1.700 e 690 miliardi di euro (le attività in custodia e in gestione ammontavano a 920 e 660 miliardi di euro) e avevano erogato finanziamenti rispettivamente per 1.475 e 390 miliardi di euro; gli occupati erano 336.000 nelle banche e 22.000 negli altri intermediari vigilati. La raccolta di Bancoposta ammontava a fine anno a 32 miliardi di euro di conti correnti e a 220 miliardi di euro di libretti e buoni fruttiferi; il volume dei valori mobiliari di terzi collocati da Bancoposta nell'anno era pari a 3,7 miliardi di euro.

Le banche e i gruppi bancari

Evoluzione della struttura. – Nel corso del 2004 hanno avviato l'attività 14 banche (tav. aE2); alla fine dell'anno 5 banche già autorizzate, fra cui 2 filiali di banche estere, non avevano ancora iniziato a operare.

Da un'analisi condotta sulle banche di recente costituzione è emerso che le difficoltà connesse con l'avvio dell'operatività determinano nei primi tre anni di attività l'insuccesso del 30 per cento delle nuove iniziative, con conseguente riallocazione della proprietà o dei rami d'azienda. Fattori essenziali per garantire il superamento della fase iniziale dell'attività sono una dotazione patrimoniale adeguata e validi progetti industriali. L'analisi ha inoltre posto in evidenza che alla costituzione di nuovi intermediari bancari partecipano in misura crescente, nell'ambito di strategie di espansione territoriale, banche già operanti.

Il sistema bancario italiano presenta un ampliamento delle dimensioni operative e una maggiore concentrazione. Fra il 1994 e il 2004 l'ammontare medio dell'attivo dei gruppi bancari e delle banche non inserite in gruppi, escluse le banche di credito cooperativo e le filiali di banche estere, è passato da 5,4 a 13,6 miliardi di euro; nello stesso periodo il volume complessivo delle attività bancarie si è accresciuto del 41,8 per cento; l'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman è salito del 74 per cento. Tra il 1994 e il 2004 la quota delle attività del sistema facenti capo ai sei gruppi di più ampie dimensioni è aumentata dal 39,6 al 54,6 per cento.

Nel corso del 2004 l'attività di consolidamento è stata contenuta: le operazioni di concentrazione e di acquisizione del controllo sono state 17 e hanno riguardato banche che intermediano lo 0,4 per cento dei fondi del sistema (tav. E2).

**FUSIONI, INCORPORAZIONI E TRASFERIMENTI
DEL CONTROLLO NEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO (1)**

Anno	Numero di banche (operative)		Fusioni e incorporazioni				Acquisizione della maggioranza del capitale	
		di cui: BCC	Numero di operazioni		Fondi intermediati (2)		Numero di operazioni	Fondi intermediati (2)
				di cui: BCC		di cui: BCC		
1995	970	619	47	28	1,57	0,10	19	4,50
1996	937	591	37	25	0,47	0,05	19	1,08
1997	935	583	24	12	0,80	0,05	18	3,42
1998	921	563	28	19	2,65	0,09	23	11,02
1999	876	531	36	23	0,39	0,06	28	14,35
2000	841	499	34	23	1,51	0,09	24	4,86
2001	830	474	31	21	0,08	0,06	9	1,55
2002	814	461	18	16	0,06	0,05	12	5,06
2003	788	445	20	14	0,20	0,05	7	1,47
2004	778	439	10	7	0,04	0,02	7	0,35
Totale (3)			285	188	7,77	0,53	166	34,13

(1) Se l'incorporazione è successiva all'acquisto del controllo non viene rilevata, a meno che non avvenga nello stesso anno, nel qual caso non viene rilevata l'acquisizione. Sono escluse le operazioni con succursali di banche estere e le operazioni infragrupo. Per l'acquisto del controllo rileva la data di iscrizione al gruppo, per le fusioni e incorporazioni la data di efficacia dell'atto. I fondi intermediati si riferiscono a dicembre dell'anno precedente l'operazione. Nelle fusioni si considerano i fondi intermediati della banca più piccola e si escludono i fondi intermediati della banca più grande. Le cessioni di attività e passività sono considerate incorporazioni. – (2) In percentuale dell'intero sistema. – (3) Il totale è calcolato rapportando i fondi intermediati rilevati a dicembre 1994 delle banche acquistate, fuse o incorporate nel periodo 1995-2004 ai fondi intermediati rilevati alla stessa data.

La proprietà dei gruppi bancari e delle banche. – Alla fine dello scorso anno le banche quotate erano 33, di cui 27 a capo di gruppi bancari, e rappresentavano il 77,2 per cento dei fondi intermediati dal sistema. Nei sistemi bancari degli altri principali paesi dell'Europa continentale tale quota è compresa fra il 40 e il 50 per cento.

Un'analisi condotta con riferimento al gennaio del 2005 sugli assetti proprietari delle 28 banche quotate per le quali la Consob censisce partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale (o inferiori al 2 per cento se conferite a patti di sindacato) mostra che, in media, il 53,4 per cento del capitale sociale è costituito da flottante sul mercato. Il primo azionista detiene in media una quota pari al 18,9 per cento; per 7 intermediari, a cui fa capo il 32,7 per cento delle attività del sistema, la proprietà è molto frazionata, dato che la quota di capitale posseduta da azionisti rilevanti è inferiore al 30 per cento. Il controllo è esercitato da coalizioni fra alcuni degli azionisti rilevanti in 11 delle 25 banche quotate capogruppo o appartenenti a gruppi la cui capogruppo non presenta soci con partecipazioni rilevanti.

Con riferimento ai primi dieci gruppi bancari, la quota media di capitale detenuta dalle fondazioni è pari al 20,7 per cento; quella riconducibile a compagnie assicurative, italiane ed estere, è del 4,4 per cento; la partecipazione media detenuta da fondi di investimento è pari al 2,2 per cento.

A differenza di altri paesi è ancora modesta la presenza degli investitori istituzionali, anche per il lento sviluppo dei fondi pensione.

Con riferimento alle sole partecipazioni nel capitale sociale superiori al 5 per cento – per le quali è prevista l'autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 19 del TUB – le fondazioni bancarie detenevano all'inizio del 2005 quote superiori al 50 per cento del capitale in 20 banche, alle quali faceva capo il 9,1 per cento dell'attivo su base consolidata; esse erano inoltre presenti in altre 41 banche. Soggetti esteri erano presenti in 36 banche, di cui 17 capogruppo e 9 banche appartenenti a gruppi bancari. Le compagnie assicurative, comprese quelle estere, erano presenti nel capitale di 23 banche; la partecipazione superava il 50 per cento del capitale in 9 banche, rappresentative dello 0,6 per cento dei fondi intermediati complessivi.

Nell'anno in corso banche italiane ed estere hanno avviato iniziative per acquisire partecipazioni rilevanti in due gruppi bancari italiani quotati; gli intermediari, per ottenerne il controllo, hanno fatto ricorso a offerte pubbliche di acquisto.

La normativa concernente l'assunzione di partecipazioni nel capitale delle banche (Titolo II, Capo III del Testo unico bancario e relative Istruzioni di vigilanza), in conformità con quanto richiesto da disposizioni comunitarie, mira a salvaguardare la sana e prudente gestione degli intermediari. La disciplina prevede obblighi informativi e autorizzativi a carico di chi intenda acquisire il controllo delle banche o comunque partecipazioni di rilievo nel loro capitale. Il Testo unico della finanza e il Regolamento di attuazione n. 11971/1999 emanato dalla Consob disciplinano, analogamente a quanto previsto in altri paesi europei, i casi in cui il superamento di una determinata soglia del capitale di società con azioni quotate comporta l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto.

L'analisi delle istanze di autorizzazione tiene conto della qualità dei soggetti richiedenti, della valutazione del progetto industriale cui è finalizzata l'acquisizione, della situazione aziendale della banca oggetto dell'operazione. I tempi per il rilascio dell'autorizzazione variano anche in funzione del momento in cui le richieste vengono presentate e della rilevanza della partecipazione da acquisire.

I criteri e le procedure che presiedono alle valutazioni di Vigilanza sono neutrali rispetto alle modalità prescelte per le acquisizioni e alla nazionalità dei soggetti coinvolti.

Nei casi in cui il soggetto che intende assumere la partecipazione è una banca estera non sottoposta alla vigilanza dell'Autorità competente ad autorizzare l'operazione, si rende necessaria l'acquisizione di informazioni dalle corrispondenti Autorità del paese d'origine.

Nel caso di acquisto del controllo da parte di una banca comunitaria, secondo quanto stabilito dalla Direttiva 2000/12 CE, per la valutazione dell'acquirente è necessaria una consultazione preventiva con le Autorità competenti dello Stato in cui la banca acquirente ha sede. Quando ne ricorrono i presupposti ai sensi del Regolamento comunitario sulle concentrazioni n. 139/2004, l'operazione è sottoposta alle procedure di approvazione da parte della Commissione europea, per gli aspetti relativi alla tutela della concorrenza; occorre inoltre acquisire le autorizzazioni delle Autorità eventualmente previste dagli ordinamenti dei paesi delle banche acquirenti.

L'adeguatezza e la realizzabilità dei piani di reperimento delle risorse necessarie a realizzare le operazioni di acquisizione da parte di banche nazionali vengono attentamente valutate dalla Banca d'Italia ai fini del rilascio delle necessarie autorizzazioni. La verifica del rispetto delle regole prudenziali viene effettuata avvalendosi delle segnalazioni statistiche prodotte periodicamente dalle banche. In linea con quanto previsto dalla Direttiva 2000/12 CE, eventuali disallineamenti devono essere tempestivamente eliminati.

Il grado di internazionalizzazione del sistema. – L'apertura internazionale del sistema bancario italiano va progressivamente aumentando: cresce la penetrazione dei principali gruppi nei mercati dell'Europa centrale e orientale; si ampliano le quote di mercato che gli operatori esteri detengono in Italia in diversi settori dell'intermediazione finanziaria.

Alla fine del 2004 i gruppi italiani presenti all'estero erano 25 (23 nel 2003) con 75 succursali e un numero analogo di filiazioni (tav. aE3). I sei maggiori gruppi hanno razionalizzato la rete estera chiudendo complessivamente 10 filiazioni e 4 succursali. L'apertura di nuove filiazioni e succursali all'estero è connessa in prevalenza con progetti di crescita di banche medie.

La quota di attività sull'estero dei gruppi italiani è risultata pari all'8 per cento (9 per cento nel 2003); per i primi 6 gruppi bancari essa si commisura in media all'11,3 per cento. I fondi raccolti da operatori italiani all'estero sono pari al 14,7 per cento del totale della raccolta (15,2 per cento nel 2003).

È crescente l'espansione nei mercati dell'Est europeo e nelle aree geografiche limitrofe, quali la Turchia e la Russia.

La presenza dei gruppi bancari italiani in Bulgaria, Croazia, Polonia e Slovacchia è rilevante in relazione sia alle attività complessive dei gruppi stessi sia all'importanza delle banche acquisite nei rispettivi mercati nazionali (tav. E3). Dopo gli interventi di riorganizzazione condotti sulle banche acquisite, che hanno interessato soprattutto il comparto creditizio e i sistemi informativi, i risultati reddituali delle controllate estere sono stati in generale in linea o migliori di quelli medi dei rispettivi sistemi bancari.

Con riferimento al mercato cinese, dove già operano tre succursali di banche italiane, all'inizio del 2005 è stata fornita l'autorizzazione per la costituzione della prima joint venture di diritto estero fra una banca italiana e un intermediario finanziario locale, finalizzata all'offerta di servizi di gestione del risparmio.

**PRESENZA ESTERA NEI SISTEMI BANCARI
DI ALCUNI PAESI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE**
(dati relativi al 31 dicembre 2003)

Voci	Paesi nuovi membri della UE					Paesi candidati all'ingresso nella UE			
	Repubblica Ceca	Ungheria	Polonia	Slovenia	Repubblica Slovacca	Romania	Bulgaria	Croazia	Turchia
Numero banche (1)	35	36	60	22	21	33	34	41	50
di cui: controllate da soggetti esteri	26	27	45	5	17	23	23	11	12
di cui: controllate da soggetti italiani	1	2	1	1 (2)	2	2	1	8	1 (3)
Totale attivo (miliardi di euro)	79,5	54,4	105,4	21,6	23,8	15,0	6,3	27,5	136,0
quota relativa alle banche controllate da soggetti esteri (percentuale) ...	86,1	74,4	55,1	12,7	73,1	53,6	52,0	43,4	2,8
quota relativa alle banche controllate da soggetti italiani (percentuale) ..	1,9	8,9	12,7	6,0	23,2	1,4	23,0	47,6	5,2

Fonti: BCE, banche centrali e autorità di vigilanza nazionali, Bankscope.
(1) Sono comprese banche commerciali, "savings banks", "mortgage banks", "building societies" e succursali di banche estere. – (2) Si tratta di una banca che, pur partecipata al 60 per cento, non rientra nel perimetro di consolidamento del gruppo italiano per una temporanea disposizione della locale Autorità di vigilanza. – (3) La banca non era inclusa nel gruppo bancario italiano in quanto partecipata al 50 per cento del capitale.

Nei centri finanziari offshore i gruppi bancari italiani sono presenti con 17 filiali e 4 filiazioni (rispettivamente 19 e 5 nel 2003), alle quali fanno capo attività per 9,3 miliardi di euro, pari allo 0,4 per cento dell'attivo di sistema.

Nel sistema bancario nazionale sono attive 60 banche estere, di cui 50 comunitarie, e 15 filiazioni di gruppi esteri, di cui 8 riconducibili a gruppi comunitari. Alle banche estere e alle filiazioni di gruppi esteri, a cui fanno capo rispettivamente 104 e 371 sportelli, è riconducibile una quota pari al 7,7 per cento dell'attivo totale delle unità operanti in Italia (rispettivamente il 5,1 per cento ed il 2,6 per cento), in lieve crescita rispetto al 2003 (7 per cento); la quota relativa agli intermediari comunitari è pari al 7,2 per cento.

L'attività degli operatori esteri in Italia è diversificata. A essi fanno capo quote di mercato significative nell'attività di negoziazione di valori mobiliari non quotati per conto terzi (30 per cento del totale della compravendita) e nelle gestioni patrimoniali individuali (10,6 per cento). Sul mercato interbancario dei depositi gli operatori esteri sono circa un terzo del totale e detengono una quota pari al 38 per cento del volume complessivamente scambiato (cfr. la sezione: *La supervisione sui mercati*). Un ruolo

importante è svolto dalle banche estere anche nei servizi di finanza aziendale; nel periodo 2000-04 esse hanno collocato il 72 per cento delle 212 emissioni di imprese italiane sull'euromercato.

I canali distributivi. – Alla fine del 2004 le banche operavano attraverso 31.000 sportelli, in lieve crescita rispetto al 2003, e 33.000 promotori finanziari, la metà dei quali si servivano di 2.200 negozi finanziari; inoltre operavano 37.000 Automated teller machines (ATM) e 840.000 Point of sales (POS). Oltre l'85 per cento dei canali distributivi faceva capo a banche appartenenti a gruppi creditizi (tav. aE4). Il numero degli sportelli bancari in rapporto agli abitanti va avvicinandosi a quello medio dell'area dell'euro (alla fine del 2003, 52 ogni 100.000 abitanti a fronte di 54; nel 1999 il rapporto era 47 a fronte di 59).

Gli sportelli sono stati interessati da 238 trasferimenti, 269 chiusure e 4 cessioni (rispettivamente 195, 350 e 178 nel 2003); 149 sportelli sono stati ceduti ad altre banche dello stesso gruppo (circa 2.200 nel 2003).

Le succursali che fanno capo a Bancoposta sono 13.267, localizzate in 7.655 comuni, in 5.811 dei quali sono presenti anche intermediari bancari. La quota di popolazione che risiede in comuni privi di sportelli bancari è pari al 3,5 per cento del totale; la quota scende allo 0,2 per cento se si considerano anche gli sportelli postali.

Prosegue il processo di razionalizzazione delle reti di vendita fuori sede: il numero complessivo dei promotori operanti sia come dipendenti sia come mandatari in banche e gruppi bancari, compresi quelli facenti capo a SIM controllate, si è ridotto del 3,9 per cento. Continua ad aumentare l'utilizzo di servizi forniti attraverso i diversi canali telematici delle banche, con una tendenza alla crescita più veloce di quelli offerti per il tramite di internet.

I servizi di tipo dispositivo offerti su internet sono stati utilizzati da 5,3 milioni di clienti (4,4 milioni nel 2003), quelli di tipo informativo da 1,2 milioni (un milione nel 2003); il 9 per cento della clientela è costituito da imprese. Il numero dei clienti che operano attraverso il canale telefonico è aumentato da 4,6 milioni a oltre 5,3 milioni; quello dei clienti che utilizzano le connessioni dirette da 375.000 a 390.000; l'85 per cento di questi ultimi è costituito da imprese.

I rapporti tra banche e assicurazioni. – Alla fine del 2004 le banche detenevano partecipazioni in 91 compagnie di assicurazione italiane, di cui 41 di controllo. Le compagnie attive nel solo ramo vita erano 30, di cui 15 controllate. Risultavano inoltre partecipate da banche nazionali 17 tra compagnie di assicurazione e broker esteri, 12 di cui controllati.

Alle 9 banche italiane controllate da compagnie assicurative fa capo il 27 per cento dei prodotti finanziari complessivamente collocati dalle banche per il tramite di promotori. Gli accordi esistenti fra compagnie assicurative e banche hanno riguardato, oltre alla commercializzazione delle polizze, l'offerta di prodotti con componenti assicurative e la gestione della liquidità delle compagnie.

Attraverso gli sportelli bancari e i promotori finanziari sono stati collocati nuovi contratti assicurativi relativi al ramo vita per un ammontare complessivo di premi incassati pari a 34,2 miliardi di euro, valore che rappresenta oltre il 70 per cento del totale.

Le società di gestione del risparmio

Gli intermediari. – Alla fine del 2004 risultavano iscritte nei rispettivi albi 159 SGR e 3 società di investimento a capitale variabile (Sicav) (tav. E4). Nel corso dell'anno sono state iscritte 14 nuove SGR; 5 sono state cancellate.

Tav. E4

SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO E SOCIETÀ DI INVESTIMENTO A CAPITALE VARIABILE

Società	31 dicembre 2003		31 dicembre 2004	
	Totale	di cui: di emanazione bancaria (1)	Totale	di cui: di emanazione bancaria (1)
Società di gestione del risparmio e Sicav	153	93	162	92
di cui specializzate in:				
<i>fondi aperti</i>	71	46	66	40
<i>fondi chiusi mobiliari.....</i>	32	17	40	19
<i>fondi chiusi immobiliari.....</i>	11	6	17	8
<i>fondi aperti e fondi chiusi</i>	10	6	10	7
<i>fondi speculativi.....</i>	29	18	29	18
<i>Per memoria:</i>				
SGR che prestano il servizio di gestione individuale	63	43	68	43
SGR che gestiscono OICR di altrui istituzione.....	16	12	16	12
SGR che hanno istituito fondi pensione aperti	16	13	15	13
Società di gestione e Sicav di diritto estero (2) .	264		278	
di cui: Sicav.....	188		202	

(1) Società il cui capitale è posseduto da banche italiane o estere in misura superiore al 50 per cento. – (2) Società che offrono al pubblico in Italia le loro quote o azioni ai sensi dell'art. 42 del D.lgs. 58/98.

Tra le società iscritte all'albo nel corso dell'anno, 7 sono specializzate nella gestione di fondi chiusi mobiliari, 3 nella gestione di fondi chiusi immobiliari, 2 di fondi aperti e 2 di fondi speculativi. Le cancellazioni si riferiscono a 3 società incorporate da altre SGR dei gruppi di appartenenza e alla rinuncia a 2 iniziative in fase di avviamento.

Circa il 45 per cento degli intermediari iscritti appartiene a gruppi bancari o a banche nazionali, ai quali fa capo l'86 per cento dei patrimoni dei fondi comuni di diritto italiano. Sono controllate da soggetti privati 34 SGR; 8 SGR rientrano in gruppi assicurativi italiani, 7 sono riconducibili al settore pubblico, 14 presentano un azionariato eterogeneo. Le SGR controllate direttamente o indirettamente da soggetti esteri sono 26 e gestiscono il 6,5 per cento dei patrimoni dei fondi comuni di diritto italiano.

Sul piano organizzativo, il perseguimento di obiettivi di maggiore efficienza operativa induce le SGR ad attribuire a soggetti esterni le funzioni amministrative. La possibilità di affidare alla banca depositaria il calcolo del valore della quota degli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) agevola il processo di accentramento di tali funzioni in capo alle depositarie.

Nel confronto con i maggiori operatori europei, i principali gestori nazionali amministrano patrimoni di ammontare complessivo inferiore, a causa principalmente del contenuto sviluppo in Italia del risparmio previdenziale. Le SGR si sono specializzate prevalentemente nei prodotti destinati al dettaglio (fondi comuni armonizzati e gestioni individuali), che vengono distribuiti quasi esclusivamente dalle reti di collocamento del gruppo di appartenenza, con una ridotta proiezione internazionale. Nel contempo, risulta in crescita la penetrazione nel mercato italiano dei concorrenti esteri, anche con prodotti di carattere innovativo; nel comparto degli Exchange Traded Funds (ETF) negoziati presso la Borsa Italiana la quota dei gruppi esteri è superiore all'85 per cento.

I risultati dell'analisi comparata indicano che, in un settore caratterizzato dalla compressione dei margini unitari, la possibilità di conseguire livelli di efficienza idonei ad assicurare la competitività dei prodotti offerti richiede dimensioni in media superiori a quelle riscontrate nel nostro sistema.

I patrimoni gestiti. – Alla fine dell'anno i patrimoni della gestione collettiva ammontavano complessivamente a circa 580 miliardi di euro, per quasi un terzo riferibili a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) comunitari commercializzati in Italia da società con sede in altri paesi della UE.

Con riferimento ai fondi comuni armonizzati, gli intermediari italiani distribuiscono in misura crescente i fondi gestiti in Lussemburgo e in Irlanda dai rispettivi gruppi di appartenenza. I prodotti della specie rappresentavano alla fine del 2004 complessivamente il 27,9 per cento del totale (23,8 alla fine del 2003); per i primi 4 operatori, che amministrano circa il 55 per cento delle masse complessive, tale quota era del 38,7 per cento dei patrimoni dagli stessi gestiti (31,2 alla fine del 2003).

Nel complesso, i fondi armonizzati italiani ed esteri facenti capo a intermediari nazionali hanno registrato nel 2004 una raccolta netta negativa per circa 17 miliardi di euro (nell'anno precedente era stata positiva per 22 miliardi di euro). Per effetto del risultato positivo della gestione, il patrimonio complessivo alla fine dell'anno risultava tuttavia sostanzialmente invariato rispetto a un anno prima (497 miliardi di euro, di cui 358 relativi a OICVM di diritto italiano; cfr. anche il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali).

L'andamento negativo della raccolta netta corrisponde al saldo tra il deflusso di risorse dai fondi di diritto italiano (pari a circa 31 miliardi di euro) e la raccolta netta positiva di quelli comunitari (pari a 14 miliardi di euro). All'andamento complessivo della raccolta ha concorso la preferenza accordata dai risparmiatori, anche su impulso delle reti di distribuzione dei gruppi, a prodotti di investimento bancari e assicurativi spesso caratterizzati da formule di protezione del capitale.

I fondi aperti non armonizzati, in prevalenza rappresentati dai fondi di fondi, hanno registrato nel 2004 una raccolta netta positiva per 6,2 miliardi di euro; il patrimonio complessivo ha raggiunto alla fine dell'anno circa 20 miliardi di euro.

Sono risultati in rapida crescita anche i fondi speculativi e i fondi chiusi immobiliari, il cui patrimonio ammontava alla fine dell'anno, rispettivamente, a 11,7 e a 8,1 miliardi di euro (5,8 e 4,4 miliardi un anno prima). Più contenuta è risultata la variazione del patrimonio per i fondi chiusi mobiliari (1,8 miliardi di euro rispetto a 1,4 miliardi della fine del 2003), tra i quali rientrano numerosi fondi riservati a investitori qualificati. Per tali fondi gli impegni già sottoscritti non ancora richiamati ammontano a circa 4 miliardi di euro.

OICR di diritto italiano. – Alla fine del 2004 il numero complessivo degli OICR di diritto italiano ha raggiunto le 1.623 unità (in aumento di 59 unità rispetto a un anno prima; tav. E5). Nel comparto dei fondi aperti armonizzati è proseguito il processo di razionalizzazione dell'offerta, attraverso operazioni di fusione (14 operazioni autorizzate), la semplificazione della gamma dei prodotti o la revisione delle politiche di investimento.

Nel 2004 sono stati istituiti 33 fondi chiusi, di cui 21 immobiliari e 12 mobiliari. I fondi immobiliari vengono offerti sia ai piccoli risparmiatori, attraverso la quotazione su mercati regolamentati, sia a investitori qualificati, interessati principalmente a progetti di riconversione di patrimoni immobiliari.

ORGANISMI DI INVESTIMENTO COLLETTIVO DEL RISPARMIO

OICR	31 dicembre 2003	31 dicembre 2004
OICR di diritto italiano: totale (1)	1.564	1.623
di cui:		
Fondi aperti armonizzati e Sicav	1.134	1.074
di cui: <i>azionari</i>	471	438
<i>obbligazionari e monetari</i>	394	376
<i>altre specializzazioni</i>	150	154
<i>non operativi</i>	119	106
Fondi aperti non armonizzati	249	253
di cui: <i>fondi di fondi non riservati</i>	197	183
<i>fondi di fondi riservati a investitori qualificati</i>	7	9
<i>altri fondi non armonizzati non riservati</i>	6	10
<i>altri fondi non armonizzati riservati</i>	39	51
Fondi chiusi	76	105
di cui: <i>fondi mobiliari non riservati</i>	16	15
<i>fondi mobiliari riservati a investitori qualificati</i>	35	45
<i>fondi immobiliari non riservati</i>	18	25
<i>fondi immobiliari riservati a investitori qualificati</i>	7	20
Fondi speculativi	105	191
di cui: <i>fondi di fondi</i>	90	167
Fondi/comparti di diritto estero commercializzati in Italia	3.118	3.183

(1) Sono considerati individualmente i singoli comparti.

Nel complesso i fondi immobiliari detenevano alla fine del 2004 beni immobili per 10,6 miliardi di euro, a fronte dei quali erano stati assunti finanziamenti pari a circa il 37 per cento. Nel regolamento di gestione di 16 fondi è stata prevista la possibilità di sottoscrivere le quote mediante l'apporto di beni immobili; la più rilevante operazione della specie è stata perfezionata sul finire dell'anno dal Fondo immobili pubblici, promosso dal Ministero dell'Economia e delle finanze, al quale sono stati conferiti immobili ad uso ufficio di amministrazioni pubbliche valutati oltre 3,3 miliardi di euro. Sono stati approvati i primi regolamenti di fondi chiusi immobiliari che prevedono la possibilità di procedere a rimborsi periodici di quote a fronte degli introiti derivanti da nuove emissioni.

La flessibilità operativa consentita dai fondi chiusi riservati a investitori qualificati ha indotto numerosi gestori di private equity, anche internazionali, a operare nel nostro paese mediante fondi di diritto italiano, in luogo dei veicoli insediati in centri offshore utilizzati in precedenza. Le iniziative sono in prevalenza orientate all'investimento in piccole e medie imprese non quotate, attive nei settori industriali e dei servizi, che richiedono risorse finanziarie e manageriali per la realizzazione di programmi di espansione.

Alla fine del 2004 i fondi chiusi mobiliari avevano realizzato poco più di 200 investimenti, acquisendo in prevalenza interessenze di minoranza. Nei regolamenti dei fondi vengono sempre più spesso inserite clausole di governance che prevedono il coinvolgimento dei partecipanti al fondo in decisioni riguardanti le scelte di investimento, in particolare quando esse configurano situazioni di potenziale conflitto di interessi con la SGR o il gruppo di appartenenza.

Alla fine del 2004 i fondi speculativi erano 191, di cui 86 istituiti nell'anno. La categoria continua a essere composta, con ampia prevalenza, da fondi di fondi; in relazione all'esperienza che le SGR specializzate vanno maturando nella selezione degli hedge funds da inserire nei portafogli, risulta in aumento il numero dei fondi gestiti senza il ricorso ad *advisors* esteri.

OICVM armonizzati di diritto estero. – Nel 2004 sono pervenute 114 comunicazioni relative alla commercializzazione in Italia di fondi o comparti di OICVM comunitari (120 comunicazioni nel 2003), il cui numero complessivo supera le 3.000 unità. Il patrimonio raccolto in Italia da questi organismi, esclusi quelli che fanno capo a intermediari nazionali, ammonta a circa 41 miliardi di euro. È stata inoltre insediata in Italia la prima succursale di una società di gestione armonizzata.

Le società di intermediazione mobiliare

Al 31 dicembre del 2004 le SIM autorizzate erano 115 (di cui 9 società fiduciarie) rispetto alle 132 della stessa data dell'anno precedente (tav. E6). La riduzione degli operatori, che ha interessato prevalentemente quelli di emanazione bancaria, conferma il perdurare dei processi di razionalizzazione avviati dai gruppi di appartenenza che tendono ad accentrare i servizi di investimento presso le banche e le SGR.

Nel corso dell'anno sono state iscritte all'albo due SIM dedicate all'attività di collocamento, di cui una promossa da un gruppo bancario francese, e una società polifunzionale. Tra le 20 SIM cancellate ve ne erano 10 di gruppi italiani e 7 appartenenti a gruppi esteri che hanno ridotto o rinunciato all'attività in Italia. La contrazione del numero delle SIM si è riflessa nella dimensione degli organici, passati alle 2.600 unità rispetto alle 3.500 dell'anno precedente. Nel complesso, la maggioranza delle SIM iscritte all'albo non appartiene a gruppi bancari o assicurativi.

Le società dedicate principalmente alla gestione di patrimoni individuali sono 38; 33 SIM sono specializzate nel collocamento di prodotti di terzi e 13 nei servizi di negoziazione. Le SIM che prestano una combinazione dei citati servizi di investimento sono 31.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Voci	31 dicembre 2003	31 dicembre 2004
Società di Intermediazione Mobiliare	132	115
di cui: <i>di emanazione bancaria</i> (1)	50	39
<i>Per memoria - Autorizzazioni rilasciate:</i>		
Negoziazione in conto proprio	38	30
Negoziazione in conto terzi	49	41
Collocamento con garanzia	23	17
Collocamento senza garanzia	86	78
Gestione individuale di portafogli	70	60
Raccolta di ordini e mediazione	73	63
(1) Società il cui capitale è posseduto da banche italiane o estere in misura superiore al 50 per cento.		

Nell'attività di distribuzione di prodotti finanziari vengono impiegati circa 8.000 promotori finanziari, oltre il 50 per cento dei quali opera per conto di società appartenenti a gruppi assicurativi italiani ed esteri. I patrimoni affidati in gestione alle SIM ammontavano a 23 miliardi di euro (tav. aE5), il 5 per cento dell'ammontare complessivo delle gestioni su base individuale.

Sono pervenute 90 comunicazioni (63 nel 2003) relative alla prestazione in Italia di servizi ammessi al mutuo riconoscimento da parte di imprese di investimento comunitarie; in 8 casi l'accesso al mercato italiano è avvenuto con l'apertura di una succursale (3 nel 2003).

Le società finanziarie

Al 31 dicembre del 2004 le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del TUB risultavano aumentate a 376 rispetto all'anno precedente, per effetto di 38 iscrizioni e 21 cancellazioni (tav. E7). Le iscrizioni hanno riguardato prevalentemente società veicolo per la cartolarizzazione; per tali soggetti si rilevano le prime cancellazioni (5) in seguito al rimborso delle *asset backed securities* emesse.

Il numero degli intermediari iscritti – diversi dalle società veicolo – registra una riduzione connessa con il processo di riordino dei gruppi bancari e con la progressiva uscita delle società di merchant banking; in quest'ultimo settore, la riorganizzazione in corso è volta a utilizzare lo strumento dei fondi chiusi mobiliari in ragione della loro maggiore flessibilità operativa.

ELENCO SPECIALE DELLE SOCIETÀ FINANZIARIE

Attività	Numero delle società				
	31 dicembre 2003		Iscrizioni	31 dicembre 2004	
		di cui: di gruppo bancario			di cui: di gruppo bancario
Suddivisione delle società per attività prevalente (1):					
Concessione di finanziamenti	142	68	3	139	68
di cui: <i>Leasing</i>	59	38	1	54	36
<i>Factoring</i>	38	14	0	35	13
<i>Credito al consumo</i>	19	9	1	20	11
<i>Altre forme tecniche</i>	26	7	1	30	8
Assunzione di partecipazioni	16	7	1	9	3
Carte di credito	12	2	0	11	2
Servicing in cartolarizzazioni	8	2	1	9	2
Intermediari in cambi	3	0	0	2	0
Totale Intermediari ...	181	79	5	170	75
Società veicolo ex L. 130/99 (2)	178	37	33	206	43
Totale Elenco speciale ...	359	116	38	376	118

(1) L'attività prevalente viene determinata sulla base delle segnalazioni statistiche e degli approfondimenti svolti nel corso dell'anno; possono pertanto verificarsi passaggi di categoria nel periodo di riferimento. – (2) Le società veicolo, ai sensi del Provvedimento del Governatore del 16.12.2002, sono iscritte in una apposita sezione dell'elenco speciale.

Gli operatori sono caratterizzati da marcate connotazioni specialistiche, in particolare nel settore del credito al consumo e in quello delle carte di credito. Nei comparti del leasing e del factoring la crescente concorrenza e la presenza di fattori di complementarità con altre attività di finanziamento spingono invece verso una maggiore diversificazione.

Nel mercato del credito al consumo si è ulteriormente rafforzata la presenza del sistema bancario, anche per il tramite di finanziarie controllate; nel triennio 2002-04 la quota di queste ultime è cresciuta dal 23 al 28 per cento. Analogo fenomeno si è registrato nei settori del leasing e del factoring, in cui l'intervento dei gruppi bancari continua a realizzarsi prevalentemente attraverso intermediari dell'elenco speciale (tav. E8).

Nel comparto delle finanziarie a partecipazione pubblica le risorse pubbliche amministrare alla fine del 2004 risultavano pari a 3 miliardi di euro (in aumento del 15 per cento rispetto al 2003), di cui l'87 per cento riferibili a investimenti senza assunzione di rischi in proprio per i quali è stato svolto il solo servizio di istruttoria tecnico-finanziaria.

**QUOTE DI MERCATO NEI COMPARTI DEL LEASING, DEL FACTORING
E DEL CREDITO AL CONSUMO (1)**
(dati di fine anno; valori percentuali)

Attività	2002			2003			2004		
	Sistema bancario		Società finanziarie non incluse nei gruppi bancari	Sistema bancario		Società finanziarie non incluse nei gruppi bancari	Sistema bancario		Società finanziarie non incluse nei gruppi bancari
		di cui: Società finanziarie incluse nei gruppi			di cui: Società finanziarie incluse nei gruppi			di cui: Società finanziarie incluse nei gruppi	
Leasing	85,2	64,0	14,8	85,9	65,2	14,1	88,3	65,8	11,7
Factoring	61,9	53,0	38,1	64,5	51,6	35,5	68,3	54,3	31,7
Credito al consumo	76,2	23,0	23,8	79,1	26,0	20,9	85,3	27,9	14,7

(1) Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza. Sono ricompresi gli intermediari di matrice estera (società finanziarie e filiazioni di banche).

I fondi pensione bancari interni

Alla fine del 2003 i fondi pensione interni delle banche e di gruppi bancari, sui quali la Banca d'Italia vigila ai sensi del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, erano 137 e facevano capo a 83 banche e a 5 società appartenenti a gruppi bancari; nel dicembre del 1997 (prima data di rilevazione) i fondi erano 157 e riguardavano 114 banche e 9 società appartenenti a gruppi bancari.

Le sezioni complessivamente presenti erano 188 (213 nel 1997), di cui 131 a "prestazione definita" e 57 a "contribuzione definita". Nel periodo fra il 1997 e il 2003 il totale degli iscritti si è ridotto di oltre il 40 per cento, passando da 155.000 a 91.000, prevalentemente per effetto dell'esternalizzazione dei fondi interni a favore di quelli aperti o negoziali con personalità giuridica. Nello stesso periodo si è registrato un notevole spostamento verso le sezioni a contribuzione definita.

Alla fine del 2003 la consistenza patrimoniale complessiva dei fondi interni ammontava a 3,9 miliardi di euro, di cui 3 miliardi relativi alle sezioni a prestazione definita (6,9 miliardi di euro alla fine del 1997, di cui 6,2 miliardi nelle sezioni a prestazione definita). Stime attuariali condotte sugli impegni previdenziali a prestazione definita non indicano disequilibri tecnici.

REDDITIVITÀ, RISCHI E PATRIMONIO DEGLI INTERMEDIARI

Le banche

Nel 2004 il sistema bancario ha finanziato in misura sostenuta l'attività economica. Il credito è cresciuto a un ritmo superiore a quello del prodotto nominale: i prestiti alle imprese hanno registrato un rallentamento, determinato soprattutto dall'andamento della domanda; quelli alle famiglie un'accelerazione, più consistente nel comparto dei mutui immobiliari.

La qualità media dei prestiti, nonostante il contenuto tasso di sviluppo dell'attività economica, è rimasta sostanzialmente invariata, grazie anche ai miglioramenti delle tecniche di selezione e gestione dei rischi realizzati dalle banche negli anni recenti. Le banche sono state sollecitate a verificare anche con appositi esercizi di simulazione gli effetti del perdurare della sfavorevole congiuntura economica sul grado di rischiosità dei crediti e sul mantenimento degli attuali flussi di reddito.

La redditività operativa del sistema è aumentata in misura modesta; si è ridotta per i principali gruppi. Alla crescita degli utili e al rafforzamento della dotazione patrimoniale hanno contribuito i più contenuti accantonamenti su crediti e i minori oneri straordinari.

Gli impieghi. – Gli impieghi delle banche nei confronti della clientela residente sono cresciuti del 6 per cento, valore analogo a quello fatto registrare nel 2003 (tavv. E9 e E10).

Nel corso dell'anno sono stati cartolarizzati crediti in bonis per 12,6 miliardi di euro (12,2 miliardi nel 2003), un ammontare pari all'1,2 per cento della consistenza degli impieghi di fine 2003.

Il tasso di crescita dei prestiti alla clientela del Mezzogiorno è stato pari al 10,5 per cento (7,8 nell'anno precedente); quello relativo alla clientela del Centro Nord si è ridotto dal 6 al 5,3 per cento (tav. aE6).

Il rapporto tra i crediti alla clientela del Mezzogiorno e la raccolta proveniente dalla stessa area ha raggiunto il 93 per cento; era dell'82 nel 1998. All'aumento hanno contribuito in misura significativa le banche del Centro Nord, anche attraverso le controllate meridionali; per l'insieme di queste banche il rapporto è stato del 99 per cento, a fronte del 64 registrato dagli altri istituti con sede nell'area.

Tav. E9

BANCHE: PRINCIPALI AGGREGATI E INDICATORI DI RISCHIOSITÀ (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

Anni	Consistenze			Rapporto sofferenze/impieghi (3)	Nuove sofferenze rettificcate (4)	Ammontare delle cartolarizzazioni (5)	
	Impieghi		Sofferenze (2)			Impieghi	Sofferenze
	Incagli						
2001	925.503	19.572	45.432	4,7	0,9	12.013	7.644
2002	980.440	20.486	46.326	4,5	1,0	12.461	2.426
2003	1.038.673	21.335	51.252	4,7	1,2	12.244	80
2004	1.096.051	21.269	54.346	4,7	0,9	12.602	335

Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.

(1) Rapporti con clientela residente delle unità operanti in Italia. – (2) Compresi gli effetti insoluti e al protesto. – (3) Gli impieghi includono le sofferenze e gli effetti insoluti e al protesto. – (4) Rapporto tra il flusso di sofferenze rettificcate e gli impieghi vivi dell'anno precedente al netto dei pronti contro termine attivi, degli interessi netti da addebitare alla clientela e delle sofferenze rettificcate. – (5) Flusso annuo.

La ridotta dinamica dell'attività produttiva e degli investimenti si è riflessa nel rallentamento, dal 6,5 al 3,8 per cento, della crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie (tav. E10).

Tav. E10

IMPIEGHI PER SETTORI E COMPARTI (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

Settori di attività economica	Consistenze	Tassi di crescita (2)					Quote di composizione		
	2004	2001	2002	2003	2001-2003 (3)	2004	2003	2004	
Amministrazioni pubbliche	51.856	-3,4	-3,2	-6,3	-4,3	1,6	4,9	4,7	
Società finanziarie	122.398	12,8	10,4	2,3	8,4	1,0	12,0	11,2	
Imprese	658.772	7,4	5,0	6,5	6,3	3,8	61,2	60,1	
di cui:									
Holding di partecipazione (4)	35.618	1,3	5,7	2,9	3,3	-6,2	3,7	3,2	
Società non finanziarie e famiglie produttrici	623.154	7,9	4,9	6,7	6,5	4,5	57,5	56,9	
di cui:									
Agricoltura	26.949	5,1	7,6	11,4	8,0	9,0	2,4	2,5	
Industria	219.353	6,9	1,3	-0,3	2,6	-0,9	21,3	20,0	
Edilizia	76.730	6,7	9,3	12,7	9,5	8,7	6,8	7,0	
Servizi	300.122	9,3	7,0	11,0	9,1	7,2	27,0	27,4	
Famiglie consumatrici	263.025	9,4	10,7	11,1	10,4	15,8	21,9	24,0	
Totale ...	1.096.051	7,7	6,3	6,2	6,7	6,0	100,0	100,0	

(1) Rapporti con clientela residente delle unità operanti in Italia. – (2) I tassi di crescita sono al netto delle variazioni del cambio. – (3) Tasso medio annuo. – (4) Holding di partecipazione finanziarie e non finanziarie, pubbliche e private.

L'analisi dei finanziamenti alle imprese per classi di affidamento mostra che il rallentamento è in gran parte riconducibile ai prestiti alle società di maggiore dimensione: le esposizioni verso le imprese con accordato superiore a 25 milioni di euro si sono ridotte dell'1 per cento (tav. E11).

IMPIEGHI ALLE IMPRESE PER CLASSI DI AFFIDAMENTO (1)*(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)*

Classi di affidamento (2)	Consistenze	Tassi di crescita (3)					Quote di composizione	
	2004	2001	2002	2003	2001/ 2003 (4)	2004	2003	2004
inferiore a 5 milioni di euro	284.305	5,1	5,8	7,0	6,0	5,3	43,7	44,5
5-25 milioni di euro	128.554	7,3	6,5	10,0	7,9	7,7	19,3	20,1
superiore a 25 milioni di euro	226.358	14,6	3,6	4,4	7,4	-1,0	37,0	35,4
Totale ...	639.217	9,0	5,0	6,6	6,8	3,4	100,0	100,0

Fonte: Centrale dei rischi e matrice dei conti.

(1) Dati relativi alle unità operanti in Italia. Finanziamenti a società non finanziarie, holding finanziarie di partecipazione e famiglie produttrici (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*). – (2) Le imprese sono distribuite in base alla classe di accordato globale. Le famiglie produttrici sono incluse nella classe 0-5 milioni. – (3) I tassi di crescita non sono corretti per le variazioni del cambio. – (4) Tasso medio annuo.

Un'analisi condotta su circa 5.000 medie imprese industriali e riferita al periodo 1999-2003 mette in evidenza che gli impieghi sono aumentati di più per le società che hanno registrato un'elevata crescita del valore aggiunto nel quinquennio considerato. I prestiti a queste imprese si sono incrementati a un tasso medio annuo del 10 per cento, a fronte del 5 registrato dal complesso delle società del campione.

Le imprese più dinamiche hanno mostrato nel periodo considerato una riduzione del grado di concentrazione delle linee di credito e un più sostenuto aumento della quota di prestiti a medio e a lungo termine. L'analisi per soggetto finanziatore indica che le banche di credito cooperativo, le società finanziarie e le filiali di banche estere hanno finanziato in misura relativamente maggiore le imprese che sono cresciute a un tasso più elevato.

Nell'anno la quota degli impieghi alle imprese con durata originaria superiore a 18 mesi è passata dal 49 al 53 per cento; era del 42 per cento nel 2001.

Per effetto del basso livello dei tassi di interesse è rimasta elevata la domanda di credito delle famiglie consumatrici; gli impieghi hanno registrato un aumento del 15,8 per cento (il tasso di incremento era stato dell'11,1 nel 2003). I finanziamenti connessi con l'acquisto di abitazioni sono cresciuti di oltre il 20 per cento.

L'87 per cento dei nuovi mutui è stato erogato a tassi indicizzati ai rendimenti del mercato monetario o rinegoziabili entro un anno. Tali operazioni, a fronte dei vantaggi connessi con il contenuto importo delle prime rate di rimborso, comportano per i prenditori di credito l'assunzione del rischio di rialzo dei tassi.

Dalla seconda metà degli anni novanta la dinamica dei finanziamenti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è stata molto sostenuta. L'ammontare dei mutui ero-

gati, che nel triennio 2001-03 era stato di 36 miliardi di euro all'anno, nel 2004 ha raggiunto 49 miliardi. In passato la maggior parte dei flussi di finanziamento era diretta verso la clientela residente nelle regioni centro-settentrionali; negli ultimi due anni le famiglie del Mezzogiorno hanno fatto registrare tassi di crescita dei finanziamenti superiori a quelli relativi alla clientela delle altre regioni del Paese.

La qualità del credito. – Il tasso di crescita delle posizioni in sofferenza è stato del 6 per cento; tenendo conto degli effetti della crisi del gruppo Parmalat, esso è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2003 (tav. aE6).

Le banche di minore dimensione, che negli anni recenti hanno impresso una forte dinamica agli impieghi, hanno registrato un'accelerazione dei crediti in sofferenza, più marcata per le banche di credito cooperativo, per le quali il tasso di crescita è passato dal 7,1 all'11 per cento; l'aumento ha riguardato sia la clientela del Mezzogiorno sia quella del Centro Nord.

L'ammontare delle operazioni di cartolarizzazione dei prestiti in sofferenza è stato modesto (circa 300 milioni di euro; tav. E9). Il valore nominale dei derivati negoziati dalle banche per acquisire o vendere protezione a fronte del rischio di credito, pari a circa 98 miliardi di euro, è cresciuto dell'11 per cento rispetto al 2003; nel complesso, gli acquisti sono risultati di poco superiori alle vendite.

Le nuove sofferenze rettificcate si sono attestate allo 0,9 per cento degli impieghi vivi di fine 2003, valore in linea con quelli registrati in media negli anni recenti. Il rapporto tra le sofferenze rettificcate e quelle contabili si è ridotto dal 108,5 al 106,9 per cento (tav. aE7).

In rapporto al totale degli impieghi, lo stock di sofferenze è rimasto invariato, al 4,7 per cento. Al netto delle svalutazioni, esso ammonta a 23,5 miliardi di euro, un valore pari al 15,8 per cento del patrimonio di vigilanza (16,4 per cento nel 2003). Il tasso di copertura, cioè il rapporto tra le svalutazioni e il valore nominale delle partite in sofferenza, è salito di circa due punti, al 57 per cento; per i principali gruppi esso risulta pari al 59 per cento.

Le posizioni incagliate, rappresentate da crediti nei confronti di clienti in situazione di temporanea difficoltà, sono rimaste sostanzialmente invariate, a fronte della crescita del 4,1 per cento registrata nel 2003. È rimasto immutato anche l'ammontare dei crediti ristrutturati e in corso di ristrutturazione, pari a 3,4 miliardi di euro.

Il complesso delle partite anomale, costituito dalla somma di sofferenze e incagli, ammonta a 75,6 miliardi di euro, il 6,6 per cento del totale degli impieghi (6,7 nel 2003; tav. aE7). Al netto delle svalutazioni esso si riduce a 40,8 miliardi di euro, il 27,3 per cento del patrimonio di vigilanza (28,4 per cento nel 2003); il tasso di copertura è del 46 per cento.

Indicazioni sulla qualità dei finanziamenti alle imprese non finanziarie si traggono da un'analisi statistica che stima la probabilità di ingresso in sofferenza dei prestiti entro un anno. L'analisi è condotta con riferimento agli impieghi relativi a circa 450.000 società, pari all'88 per cento del credito bancario alle società non finanziarie. Nello scorso anno i finanziamenti alle imprese del campione sono cresciuti in media del 2,3 per cento (tav. E12).

Tav. E12

**IMPIEGHI BANCARI A IMPRESE NON FINANZIARIE:
CLASSIFICAZIONE PER LIVELLI DI RISCHIO (1)**
(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

Classi di rischio (2)	2003		2004		2003-2004
	Impieghi	Quota sugli impieghi	Impieghi	Quota sugli impieghi	Variazione impieghi
da 0,00 a 0,15	169.744	33,4	171.331	33,0	0,9
da 0,15 a 0,45	133.390	26,3	136.072	26,2	2,0
da 0,45 a 0,70	41.500	8,2	46.244	8,9	11,4
da 0,70 a 1,00	44.555	8,8	41.843	8,1	-6,1
da 1,00 a 2,00	45.344	8,9	48.214	9,3	6,3
da 2,00 a 4,00	33.613	6,6	35.741	6,9	6,3
da 4,00 a 8,00	26.186	5,2	26.946	5,2	2,9
da 8,00 a 16,00	11.971	2,4	11.629	2,2	-2,9
oltre 16,00	1.519	0,3	1.390	0,3	-8,5
Totale ...	507.822	100,0	519.410	100,0	2,3

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Dati relativi a un campione chiuso di 450.000 imprese non finanziarie presenti in Centrale dei rischi e con utilizzato inferiore a 3 miliardi di euro. – (2) Le classi di rischio sono definite in base a una stima della probabilità di ingresso in sofferenza nel 2005. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La probabilità media di ingresso in sofferenza delle imprese esaminate risulta pari all'1,4 per cento (1,3 nel 2003); l'aumento della rischiosità è riconducibile alle imprese più piccole, alle quali fa capo una quota rilevante dei prestiti bancari (47 per cento alla fine del 2004). Con riferimento alle attività economiche, la rischiosità è aumentata in misura significativa per i comparti dell'alimentare, del tessile, degli alberghi, dei trasporti e dell'edilizia, presso i quali si concentra circa un quarto dei finanziamenti bancari alle imprese.

La qualità dei prestiti alle famiglie consumatrici ha registrato un peggioramento. Il tasso di crescita delle sofferenze è salito al 7,1 per cento, dallo 0,7 del 2003; il rapporto tra le nuove sofferenze rettificcate e la consistenza degli impieghi vivi alla fine dell'anno precedente è passato dallo 0,7 allo 0,8 per cento (tav. aE8).

L'operatività in derivati con le imprese. – Negli anni recenti è aumentata l'operatività delle banche italiane in strumenti derivati. A dicembre dello scorso anno il valore nozionale dei contratti negoziati era pari a 6.700 miliardi di euro; era di 2.000 miliardi alla fine del 2000.

Sulla base dei dati raccolti dalla Banca dei regolamenti internazionali, fra il giugno del 2000 e lo stesso mese del 2004 il valore nozionale dei derivati negoziati dalle banche internazionali è passato da 94.000 a 220.000 miliardi di dollari.

Alla fine del 2004 l'impegno delle banche connesso con i contratti derivati, cioè l'esposizione (al netto degli accordi di compensazione) che avrebbero registrato se le posizioni fossero state chiuse a quella data, risultava pari a 47 miliardi di euro, lo 0,7 per cento del valore nozionale complessivo.

L'operatività in strumenti derivati con imprese non finanziarie, sebbene in crescita, è limitata: il valore nozionale è passato dal 2,1 per cento di quello complessivo nel 2000 al 3,4 nel 2004.

Sulla base delle nuove segnalazioni alla Centrale dei rischi, in vigore da quest'anno, nel gennaio scorso le imprese non finanziarie che presentavano una posizione debitoria verso le banche e le società finanziarie per operazioni in derivati erano circa 45.000, il 4 per cento del totale delle imprese censite (tav. E13). Per le banche e le società finanziarie l'esposizione connessa con contratti derivati effettuati con imprese ammontava a 5,1 miliardi di euro, pari al 2 per cento del totale del credito loro erogato.

Tav. E13

**OPERATIVITÀ DELLE BANCHE E DELLE SOCIETÀ FINANZIARIE
IN DERIVATI CON IMPRESE (1)
(dati al 31 gennaio 2005)**

Classi di affidamento	Imprese con posizioni in derivati		Per memoria: Totale delle imprese segnalate in Centrale dei rischi (2)	
	Numero	Esposizione in derivati (milioni di euro) (3)	Numero	Utilizzato per cassa (milioni di euro)
inferiore a 500 mila euro	9.011	379	912.187	157.578
500 mila euro – 5 milioni di euro ...	25.396	909	212.965	207.268
superiore a 5 milioni di euro	10.991	3.846	28.145	415.907
Totale ...	45.398	5.134	1.153.297	780.753

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Società non finanziarie, holding private e famiglie produttrici. – (2) Dati al 31 dicembre 2004. – (3) Valore intrinseco positivo, ovvero il credito vantato dall'intermediario nei confronti della controparte alla data di riferimento della segnalazione, al netto degli eventuali accordi di compensazione contrattuali stipulati tra le parti.

L'utilizzo di strumenti derivati da parte delle imprese italiane riflette le esigenze di copertura dai rischi finanziari, dovute principalmente al ricorso elevato al debito bancario a breve termine o indicizzato ai rendimenti del mercato monetario.

Tra la fine del 2002 e l'inizio del 2003 previsioni di rialzo dei tassi di interesse in euro avevano indotto le imprese italiane a coprirsi sottoscrivendo contratti derivati. Esse avevano ridotto l'onere della copertura assumendo il rischio, ritenuto poco probabile, di ribasso dei tassi di interesse; ne risultavano costi della copertura e del debito contratto complessivamente inferiori al costo di un finanziamento a medio-lungo termine a tasso fisso. Nella seconda metà del 2003 l'inattesa riduzione dei tassi e il deprezzamento del dollaro hanno determinato perdite potenziali per le imprese; in numerosi casi queste ultime hanno ottenuto la rinegoziazione dei contratti derivati in essere diluendo nel tempo il costo della chiusura delle posizioni.

I rischi da concentrazione dei fidi. – L'ammontare dei grandi rischi (esposizioni ponderate che superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza), per i quali è prevista una specifica disciplina prudenziale, è diminuito dell'11 per cento, a 58,6 miliardi di euro; la flessione è risultata più ampia per i principali gruppi bancari. In rapporto al complesso delle attività rischiose, i grandi rischi si sono ridotti dal 5,3 al 4,6 per cento. Le eccedenze rispetto al limite del 25 per cento del patrimonio si mantengono contenute; è diminuito sia il numero di clienti sia quello delle banche con posizioni eccedenti (tav. E14).

Tav. E14

CONCENTRAZIONE DEI RISCHI DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro)

Anni	Esposizione nominale complessiva	Ammontare dei grandi rischi (2)	Numero affidati classificati come grandi rischi	Numero banche segnalanti grandi rischi	Eccedenze rispetto alla normativa (3)		
					Ammontare delle eccedenze (4)	Grandi rischi: numero di affidati eccedenti	Numero delle banche con grandi rischi eccedenti
2003	93.766	65.931	2.116	439	239	98	31
2004	83.408	58.628	2.058	462	278	53	27

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Per la normativa prudenziale sui grandi fidi cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Esposizioni che, ponderate per il rischio, superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza. (3) Ammontare del grande rischio che supera il 25 per cento del patrimonio di vigilanza. – (4) Al netto delle attività di rischio che rientrano nel portafoglio non immobilizzato e dei finanziamenti erogati prima del mese di ottobre 1993 con scadenza contrattualmente stabilita oltre il 31 dicembre 2001.

Per i maggiori gruppi bancari le evidenze basate sulle segnalazioni prodotte trimestralmente con riferimento alle principali posizioni mostrano che, alla fine dell'anno, l'esposizione ponderata per il rischio verso i primi 10 clienti ammontava a 89,9 miliardi di euro (89,4 miliardi alla fine del 2003).

Il valore contabile delle partecipazioni in imprese non finanziarie italiane è lievemente cresciuto, a 7,4 miliardi di euro, il 4,9 per cento del patrimonio di vigilanza; quello delle partecipazioni in imprese estere è rimasto invariato, a 900 milioni.

L'esposizione verso l'estero e il rischio paese. – Nel 2004 l'esposizione verso l'estero del sistema bancario italiano ha registrato un contenuto incremento, non sufficiente a preservare le quote di mercato registrate nell'anno precedente.

Secondo le statistiche della Banca dei regolamenti internazionali, le esposizioni verso clientela residente nei paesi industriali sono cresciute del 13,7 per cento, a 233 miliardi di euro. La quota di mercato delle banche italiane si è lievemente ridotta, all'1,8 per cento (tav. E15); la flessione, in corso già da alcuni anni, risente della sfavorevole dinamica dei flussi commerciali facenti capo all'Italia.

Tav. E15

**ESPOSIZIONE VERSO L'ESTERO
E RETTIFICHE PRUDENZIALI DELLE BANCHE ITALIANE (1)**

(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

Paesi	Quota di mercato (2)		Esposizione per cassa e firma totale (3)		Esposizione per cassa e firma a paesi non OCSE		Disciplina prudenziale sul rischio paese			
							Esposizione ponderata soggetta a rettifica		Rettifiche prudenziali minime	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Paesi in via di sviluppo:										
Europa orientale ...	13,9	11,3	16.832	18.010	14.991	16.245	3.749	3.757	136	62
Paesi nuovi membri della UE	11,2	11,2	24.119	28.739	943	1.157	468	0	6	0
Africa	0,6	0,6	730	736	730	736	193	248	19	16
America Latina	2,4	2,1	10.039	8.487	9.690	8.065	2.088	1.572	484	361
Asia	0,5	0,4	2.664	2.508	1.909	1.917	1.348	1.366	23	23
Medio Oriente	2,1	2,1	2.229	2.535	1.854	2.189	1.065	1.022	266	243
Centri offshore	1,5	1,2	11.502	9.632	10.022	8.500	1.678	1.665	220	315
Totale ...	3,2	2,9	68.115	70.647	40.138	38.809	10.589	9.630	1.154	1.020
<i>Per memoria:</i>										
Paesi industriali (4)	1,9	1,8	204.511	232.563						

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Per la determinazione delle rettifiche prudenziali e per la classificazione dei paesi nelle diverse aree geografiche cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) La quota di mercato è calcolata sul totale delle banche dichiaranti alla BRI. Le segnalazioni BRI sono integrate con quelle di vigilanza. – (3) Sono escluse le operazioni all'interno del gruppo. Sono comprese le esposizioni in valuta locale. – (4) Definiti secondo il criterio della BRI. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Le esposizioni verso le aree in via di sviluppo sono aumentate del 3,7 per cento, a 71 miliardi di euro. La relativa quota di mercato è passata dal 3,2 al 2,9 per cento; la quota facente capo alle banche tedesche, francesi e spagnole si attesta, rispettivamente, al 14, all'8 e al 6 per cento.

Le attività nei confronti dei paesi nuovi membri della UE hanno registrato un aumento del 19 per cento; la quota di mercato sul complesso delle esposizioni verso questi paesi è rimasta intorno all'11 per cento (cfr. il capitolo: Struttura del sistema finanziario). Sono risultate in crescita anche le attività verso gli altri paesi dell'Europa orientale e quelli del Medio Oriente. Si sono invece ulteriormente ridotte le esposizioni nei confronti dei paesi dell'America Latina e dei centri offshore, rispettivamente del 15 e del 16 per cento; la flessione è in parte dovuta al deprezzamento dell'8 per cento circa del dollaro.

Nell'ambito delle esposizioni nei confronti delle aree in via di sviluppo, quelle verso i paesi non appartenenti all'OCSE, soggette a uno specifico trattamento prudenziale, si sono ridotte del 3,3 per cento, a 39 miliardi di euro; esse rappresentano il 2 per cento circa del totale delle attività delle banche italiane. La parte non garantita, tenuto conto delle ponderazioni previste dalla normativa di vigilanza sul rischio paese, ammontava a 9,6 miliardi, in riduzione del 9 per cento rispetto al dicembre del 2003.

Alla fine del 2004 le rettifiche prudenziali si commisuravano a 1 miliardo di euro, l'11,6 per cento in meno rispetto a un anno prima, e rappresentavano lo 0,7 per cento del patrimonio di vigilanza (0,8 nel 2003). La diminuzione delle rettifiche riflette il generale miglioramento della situazione dei paesi in via di sviluppo, in particolare di quelli esportatori di petrolio, e la ricomposizione del portafoglio verso paesi considerati meno rischiosi.

La redditività. – La redditività del sistema è migliorata, soprattutto per i minori accantonamenti su crediti e la riduzione degli oneri straordinari. Il rapporto tra gli utili e il capitale e le riserve è aumentato di 4 punti rispetto al 2003, al 10,7 per cento su base consolidata; per i principali gruppi bancari il ROE è salito dal 9,2 al 12,5 per cento (tav. E16).

Il margine di intermediazione è salito di mezzo punto percentuale, raggiungendo 66 miliardi di euro. L'incremento è interamente riconducibile al margine di interesse, cresciuto dello 0,9 per cento. Gli altri ricavi sono rimasti invariati; l'aumento del 5 per cento delle commissioni nette, connesse con l'attività di gestione del risparmio e di bancassicurazione, è stato compensato dalla riduzione del 37 per cento dei proventi da operazioni finanziarie.

I costi operativi, pari a 38,5 miliardi, si sono ridotti dello 0,5 per cento, nonostante l'aumento dello 0,8 per cento delle spese per il personale. La crescita del costo del lavoro è dovuta in larga parte agli accantonamenti per la corresponsione di arretrati legata al rinnovo, nel febbraio di quest'anno, del contratto collettivo del settore (cfr. il capitolo della sezione D: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione è sceso al 58,4 per cento, dal 59 dello scorso anno. Il risultato di gestione, cresciuto del 2 per cento, ha raggiunto 27,5 miliardi.

**CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO DEI GRUPPI BANCARI
E DELLE BANCHE ITALIANE (1)**
(valori in milioni di euro; tassi di crescita e indicatori in percentuale)

	Intero sistema				Principali gruppi bancari (2)			
	Valori	Tassi di crescita			Valori	Tassi di crescita		
	2004	2004	2003	2002	2004	2004	2003	2002
Margine d'interesse (a)	40.332	0,9	-1,2	3,2	20.603	-2,6	-6,6	1,3
Altri ricavi netti (b)	25.686	0,0	9,5	-12,9	15.257	-5,4	13,7	-15,8
di cui: Commissioni	22.393	4,9	4,0	-4,5	13.655	2,6	2,6	-8,7
Profitti da operazioni finanziarie e altri proventi	3.293	-24,3	48,5	-46,4	1.602	-43,1	131,4	-53,9
Margine d'intermediazione (c=a+b)	66.018	0,5	2,8	-2,7	35.861	-3,8	1,2	-6,1
Costi operativi (d)	38.531	-0,5	-0,1	-0,1	20.972	-1,9	-3,5	-2,9
di cui: Spese per il personale ..	25.303	0,8	1,2	0,8	14.015	-1,1	-2,6	-1,8
Risultato di gestione (e=c-d) ...	27.487	2,0	7,1	-6,5	14.889	-6,4	8,4	-10,5
Rettifiche, riprese di valore e accantonamenti (f)	15.184	-15,8	-3,6	5,4	6.804	-22,8	-18,3	-0,2
di cui: Su crediti	7.543	-21,1	1,4	8,1	4.424	-17,0	-22,3	7,3
Utile ordinario (g=e-f)	12.303	38,1	38,2	-29,7	8.084	14,1	82,5	-30,5
Utile straordinario (h)	5.860	48,7	-30,8	11,5	1.781	41,5	-38,2	-7,3
Utile lordo (i=g+h)	18.164	41,4	5,9	-14,9	9.866	18,2	40,9	-23,9
Imposte sul reddito del periodo (l)	6.212	19,6	5,8	-16,4	3.058	-6,8	39,5	-23,5
Utile d'esercizio (m=i-l)	11.952	56,2	5,9	-13,9	6.808	34,5	41,9	-24,2
Utile di pertinenza di terzi (n)	1.032	72,3	-7,8	-40,9	607	107,9	-3,9	-57,8
Utile di periodo (o=m-n)	10.920	54,8	7,2	-9,8	6.201	30,0	46,2	-18,2
Indicatori								
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione		38,9	39,1	36,7		42,5	43,3	38,5
Cost-Income ratio (3)		58,4	59,0	60,7		58,5	57,3	60,2
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione		27,4	35,5	37,5		29,7	33,5	46,8
ROE		10,7	6,7	6,4		12,5	9,2	5,9
Fonte: Segnalazioni di vigilanza consolidata per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. (1) Per la definizione degli aggregati cfr. in Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Primi sei gruppi bancari per totale dell'ativo. - (3) Il Cost-Income ratio è il rapporto tra i costi operativi e il margine d'intermediazione.								

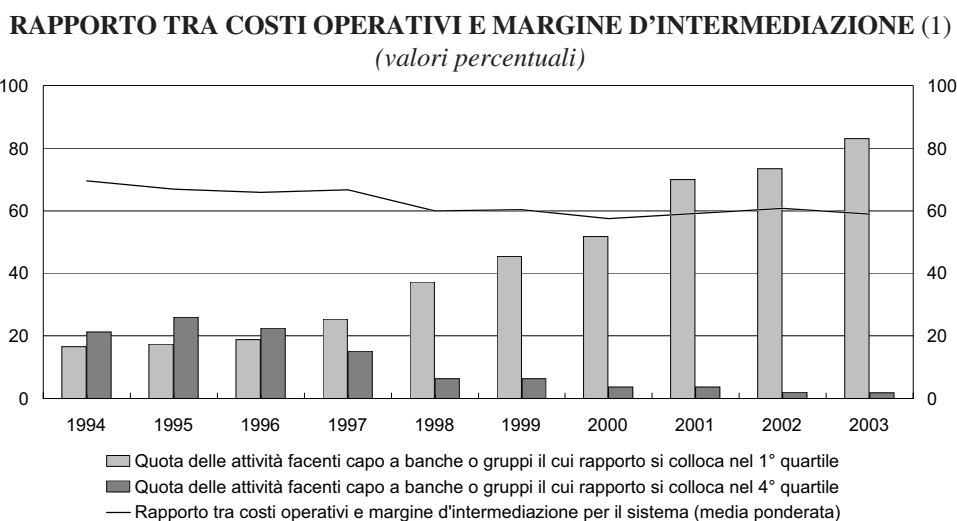
Il ricorso alla cessazione anticipata del rapporto di lavoro nel settore bancario è proseguito nel 2004, anche se a un ritmo meno sostenuto. Con riferimento ai primi 19 gruppi bancari, gli oneri per incentivare l'uscita anticipata del personale sono ammontati a 760 milioni di euro, la metà di quelli sostenuti nel 2003. Per 310 milioni essi si riferiscono a circa 4.400 interruzioni avvenute nel corso del 2004, per 1.700 delle quali si è fatto ricorso al Fondo di solidarietà del settore.

L'utile ordinario è cresciuto del 38,1 per cento, grazie alla forte riduzione degli accantonamenti e delle rettifiche; quelli su crediti, pari a 7,5 miliardi di euro, si sono ridotti del 21,1 per cento sia per il venir meno degli effetti del dissesto della Parmalat sia per il contenuto emergere di nuove sofferenze.

Alla formazione del risultato di esercizio ha contribuito la sostenuta espansione dell'utile straordinario; si è ridotto l'ammontare degli oneri straordinari, tra cui quelli legati alla cessazione anticipata dei rapporti di lavoro. Al netto delle imposte e degli interessi di pertinenza di terzi, l'utile di periodo ha raggiunto 10,9 miliardi, oltre il 50 per cento in più rispetto al 2003. Le risorse destinate ad alimentare la crescita del patrimonio di vigilanza, pari a 7,2 miliardi, sono più che raddoppiate (tav. aE9).

I risultati del sistema bancario sono migliorati in misura significativa nel decennio 1994-2003. Il rendimento del capitale e delle riserve è aumentato dall'1 al 7 per cento; il rapporto tra i costi operativi e il margine d'intermediazione si è ridotto dal 70 al 59 per cento. Il miglioramento dei livelli di efficienza è stato particolarmente marcato per le banche di grande dimensione. Nel 1994 alle banche più efficienti (quelle con il rapporto tra costi operativi e margine d'intermediazione più basso) faceva capo appena il 17 per cento delle attività complessive del sistema. Nel 2003 la quota delle attività totali riconducibile alle banche più efficienti ha raggiunto l'83 per cento (fig. E1).

Fig. E1



Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi e individuali per le banche indipendenti.

(1) Nel 1° quartile della distribuzione del rapporto rientrano ogni anno le banche o i gruppi con il rapporto più basso; nel 4° quelli con il rapporto più alto.

La redditività ha beneficiato della diversificazione delle fonti di ricavo, che si è riflessa in una maggiore stabilità dei flussi complessivi di reddito. Analisi statistiche della correlazione tra i principali aggregati di conto economico nel decennio considerato mostrano che i gruppi e le banche che diversificano le fonti di ricavo registrano flussi di reddito più stabili nel tempo.

Nel 2003, ultimo anno per il quale si dispone di dati omogenei per il confronto internazionale, le banche italiane presentavano un rapporto tra costi operativi e margine d'intermediazione inferiore di 5,5 punti percentuali a quello delle banche dei paesi dell'area dell'euro. La redditività risulta tuttavia di poco inferiore a quella delle banche europee; queste ultime registravano un ROE medio del 7,9 per cento, superiore di circa un punto a quello delle banche italiane. Il divario era connesso con il maggiore contributo dei ricavi diversi dal margine d'interesse e, soprattutto, con la minore incidenza delle rettifiche e degli accantonamenti sul risultato di gestione.

L'adeguatezza patrimoniale. – Nel 2004 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario è aumentato del 6,7 per cento, a 149,2 miliardi di euro (tav. E17).

Tav. E17

**ADEGUATEZZA PATRIMONIALE
DEI GRUPPI BANCARI E DELLE BANCHE ITALIANE (1)**
(dati in milioni di euro)

Voci	Intero sistema		Principali gruppi bancari (2)	
	2003	2004	2003	2004
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	3.229	7.248	2.037	3.093
Aumenti di capitale (3)	2.546	1.670	10	109
Patrimonio di vigilanza	139.829	149.157	72.825	78.198
Coefficiente di solvibilità (valori percentuali)	11,4	11,6	10,8	11,4
Eccedenze	42.482	47.457	19.876	23.781
Deficienze	–	5	–	–

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo del coefficiente di solvibilità cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi sei gruppi bancari per totale dell'attivo. – (3) Aumenti di capitale per contante al netto dei rimborsi.

Il rafforzamento delle dotazioni patrimoniali, particolarmente marcato per i principali gruppi e per le banche popolari, è riconducibile, oltre che all'autofinanziamento, agli aumenti di capitale e, in misura inferiore, alle passività subordinate (tav. aE10).

Il coefficiente di solvibilità è lievemente aumentato (11,6 per cento, a fronte dell'11,4 nel 2003); per i principali gruppi esso è salito dal 10,8 all'11,4 per cento. Le eccedenze patrimoniali si sono attestate a circa 47 miliardi di euro, 5 miliardi in più rispetto al 2003.

I requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato rappresentano il 5,4 per cento del patrimonio di vigilanza complessivo, valore in linea con l'anno precedente; la flessione dei prestiti subordinati di terzo livello, la

cui incidenza sul patrimonio è scesa dal 2,6 all'1,7 per cento, è interamente riconducibile ai principali gruppi (tav. aE11).

Nella seconda metà degli anni novanta il coefficiente di solvibilità del sistema si è progressivamente ridotto, in connessione con la sostenuta dinamica degli impieghi; a partire dal 2001 è tornato a salire, per effetto sia del rafforzamento delle dotazioni patrimoniali sia del rallentamento dei prestiti e della cessione di attività.

Analisi statistiche mostrano che le banche adeguano prontamente la base patrimoniale alla rischiosità dei propri investimenti e costituiscono opportune riserve di capitale. Questo comportamento è seguito in modo particolare dagli intermediari meno patrimonializzati; essi infatti, al variare della rischiosità del portafoglio, tendono ad aggiustare il capitale in misura maggiore e più velocemente degli altri.

Il patrimonio libero da immobilizzazioni tecniche e finanziarie, cresciuto del 19,3 per cento, ha raggiunto circa 40 miliardi di euro. All'aumento – derivante principalmente dalla crescita della base patrimoniale – ha contribuito la razionalizzazione delle attività immobiliari da parte dei principali gruppi. È diminuito rispetto al 2003 sia il numero delle banche deficitarie (da 18 a 13) sia l'ammontare delle deficienze (da 6,6 a 4,7 miliardi di euro) (tav. aE12).

La valutazione della stabilità e l'analisi macroprudenziale. – La Vigilanza conduce da tempo analisi di tipo macroprudenziale volte a valutare la stabilità delle singole banche e la resistenza del sistema bancario a shock avversi. Tra gli strumenti di analisi, gli esercizi che prevedono il manifestarsi di eventi molto negativi (stress test) hanno acquisito crescente rilevanza.

Queste prove consentono di misurare la variazione del valore di un portafoglio di attività in seguito al manifestarsi di eventi estremi ma plausibili. Rispetto alla tradizionale analisi degli indicatori di stabilità finanziaria, gli stress test permettono di valutare in maniera prospettica la robustezza del sistema e dei singoli intermediari e rafforzano l'efficacia dell'attività di supervisione.

Di recente sono state condotte prove di stress volte a valutare l'impatto di un repentino aumento della probabilità di ingresso in sofferenza delle imprese affidate dal sistema bancario. L'effetto sulle dotazioni patrimoniali delle banche è risultato limitato.

Con riferimento a un campione di circa 530.000 imprese, rappresentative del 96 per cento dei prestiti alle società non finanziarie a dicembre del 2004, è stato verificato l'impatto per le banche di un aumento (45 per cento) della probabilità di passaggio dei crediti a sofferenza entro un anno; l'aumento riprodurrebbe, nella sostanza, il profilo di elevata rischiosità delle imprese registrato nella prima metà dello scorso decennio. Il requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito – calcolato secondo i criteri previsti nel terzo documento di consultazione sul capitale del Comitato di Basilea – aumenterebbe del 20 per cento; alla fine del 2004 le eccedenze patrimoniali del sistema erano pari a quasi la metà del capitale minimo richiesto dalla regolamentazione vigente.

Sono stati inoltre effettuati approfondimenti per individuare le variabili macroeconomiche che influenzano maggiormente l'evoluzione negativa dei prestiti nelle diverse branche di attività economica. Le analisi hanno mostrato che il passaggio degli impieghi a sofferenza è dovuto principalmente agli andamenti del PIL, del tasso di cambio e dell'inflazione.

Attraverso un'analisi statistica multivariata, basata su indicatori di crescita economica e di fragilità finanziaria, le branche di attività economica sono state accorpate in sei gruppi omogenei (cluster); i tassi di ingresso in sofferenza dei cluster sono stati poi posti in relazione con le principali variabili macroeconomiche.

Primi risultati mostrano che i cluster che risentono in misura maggiore dell'andamento del PIL sono quello dell'energia e delle industrie estrattive e quello degli altri servizi destinabili alla vendita, che rappresentavano alla fine dello scorso anno rispettivamente il 6 e il 25 per cento del complesso dei prestiti bancari alle imprese; il cluster che ne risente di meno è quello dell'industria meccanica, dei beni di investimento e delle costruzioni, che pesa per il 24 per cento.

Le società di gestione del risparmio

La redditività. – Nel 2004 il risultato complessivo delle società di gestione del risparmio (SGR) è stato positivo per 427 milioni di euro (402 milioni nel 2003; tav. E18). È aumentato l'utile delle società specializzate nella gestione di fondi speculativi (da 11 a 30 milioni di euro) e di fondi chiusi mobiliari e immobiliari (da 15 a 31 milioni di euro).

Le società che hanno chiuso in perdita l'esercizio sono state 42 (46 nell'anno precedente) per un ammontare pari a 65 milioni di euro; in oltre la metà dei casi si tratta di intermediari iscritti all'albo da meno di un biennio.

I principali fattori che hanno influito sui risultati nell'anno sono stati, dal lato dei ricavi, l'incremento delle commissioni nette (da 1.598 a 1.694 milioni di euro) e dei dividendi percepiti (da 11 a 85 milioni di euro) e, dal lato dei costi, l'aumento degli oneri straordinari (da 23 a 172 milioni di euro).

Le commissioni attive di gestione hanno beneficiato della dinamica espansiva dei patrimoni gestiti, anche su delega, (da 748 a 792 miliardi di euro) nonché dell'innalzamento delle provvigioni medie unitarie percepite sui fondi comuni aperti (dall'1,18 all'1,20 per cento).

Le commissioni passive, costituite prevalentemente dagli oneri sostenuti per la distribuzione dei servizi di gestione, sono aumentate del 4 per cento rispetto al 2003. Alle reti bancarie di gruppo (sportelli e promotori finanziari) è corrisposto il 70 per cento del totale delle commissioni passive. La percentuale di retrocessione dei ricavi per gestioni proprie alle reti di vendita si è mantenuta al 65 per cento.

La crescita dei dividendi è connessa con il riassetto organizzativo del comparto del risparmio gestito da parte di alcuni dei maggiori gruppi bancari italiani; la riorganizza-

SGR: DATI DI CONTO ECONOMICO
(consistenze in milioni euro e valori percentuali)

Voci	2003		2004	
	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	Valori assoluti	Valori percentuali (2)
Ricavi da gestioni proprie	5.439	340,4	5.689	335,8
di cui: <i>da fondi aperti</i>	4.795	300,1	4.962	292,9
Ricavi da gestioni delegate da terzi	276	17,3	297	17,5
di cui: <i>da fondi aperti</i>	91	5,7	112	6,6
Commissioni passive	4.117	257,6	4.292	253,4
di cui: <i>di mantenimento</i>	3.026	189,4	3.113	183,8
Margine lordo della gestione caratteristica	1.598	100,0	1.694	100,0
Spese amministrative (-)	904	56,6	965	57,0
di cui: <i>per il personale</i> (-)	386	24,2	405	23,9
Rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali (-)	126	7,9	100	5,9
Altri oneri di gestione (-)	19	1,2	17	1,0
Totale costi operativi (-)	1.049	65,6	1.082	63,9
Altri proventi di gestione	93	5,8	91	5,4
Risultato della gestione caratteristica	642	40,2	703	41,5
Risultato della gestione finanziaria (1)	57	3,6	129	7,6
Risultato attività ordinarie	699	43,7	832	49,1
Proventi/oneri straordinari	7	0,4	-131	-7,7
Variazione netta fondo per rischi finanziari generali	3	0,2	12	0,7
Imposte e tasse (-)	307	19,2	286	16,9
Utile (perdita) di esercizio	402	25,2	427	25,2

(1) Comprende i proventi netti derivanti dalla gestione del portafoglio di proprietà delle SGR. – (2) In percentuale del margine lordo.

zione ha portato al trasferimento in capo alle principali SGR dei gruppi delle partecipazioni in società, italiane ed estere, attive nella gestione di patrimoni.

La redditività complessiva ha risentito dei maggiori oneri straordinari, riferibili principalmente a un accordo transattivo che uno dei maggiori operatori del settore ha stipulato in relazione al caso Parmalat (per un ammontare pari a 160 milioni di euro).

I costi operativi sono cresciuti del 3 per cento; in particolare, sono aumentati quelli relativi alla esternalizzazione dei sistemi informatici e delle attività di controllo interno. Sono diminuite del 20,6 per cento le rettifiche di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali.

Patrimonio e requisiti. – Alla fine del 2004 il patrimonio di vigilanza delle SGR era pari a 1.335 milioni di euro (1.129 milioni nel 2003), costituito quasi interamente da componenti di qualità elevata.

La copertura patrimoniale richiesta ammontava a 511 milioni di euro (465 milioni nel 2003), riferibile per due terzi al requisito relativo alla massa gestita e per un terzo a quello “altri rischi” (pari al 25 per cento dei costi operativi fissi iscritti nell’ultimo bilancio di esercizio).

Lo sviluppo del comparto dei fondi immobiliari ha determinato un aumento dell’incidenza della copertura relativa alla gestione di fondi chiusi (da 77 a 104 milioni di euro). Per 73 SGR, in prevalenza specializzate nella gestione di fondi speculativi o chiusi, la copertura patrimoniale è risultata pari al capitale minimo prescritto.

Alla fine del 2004 due società non rispettavano i requisiti patrimoniali, per complessivi 5 milioni di euro.

Le società di intermediazione mobiliare

La redditività. – Nell’anno le società di intermediazione mobiliare (SIM) hanno registrato un utile complessivo di 103 milioni di euro. L’evoluzione della redditività risente delle modifiche strutturali che hanno interessato il settore negli ultimi anni; rileva in particolare l’accentramento presso le banche, nell’ambito dei principali gruppi, delle attività di negoziazione in conto proprio (tav. E19).

Nel 2003 il risultato aggregato, pari a 117 milioni di euro, rifletteva in larga misura l’utile conseguito dalla principale SIM di negoziazione in conto proprio, pari a 134 milioni di euro, trasformata in banca nel 2004. Con riferimento alle sole SIM operative in entrambi gli esercizi si registra il miglioramento dell’utile del comparto, che passa da 18 a 101 milioni di euro; i maggiori progressi sono stati realizzati dagli intermediari appartenenti a gruppi bancari attivi nella negoziazione per conto terzi e nella distribuzione di prodotti finanziari. L’incremento della redditività, oltre che dalla ripresa dei volumi intermediati, è dipeso dal contenimento dei costi operativi, in diminuzione del 4,4 per cento.

Permane elevato il numero di intermediari che hanno chiuso in perdita l’esercizio (43 SIM su 108 operative), sebbene si riduca rispetto all’anno precedente l’ammontare della perdita media, pari a circa 1 milione di euro (2,8 milioni nel 2003). Le SIM che presentano squilibri economici sono in maggioranza emanazione di soggetti privati, di piccola dimensione, e sono operative nella negoziazione per conto terzi e nella gestione di patrimoni.

Nel settore dei servizi di investimento la quota delle SIM rispetto al totale rimane elevata nel comparto della negoziazione per conto terzi (seppure in flessione dal 44 al 39 per cento); aumenta nella distribuzione fuori sede (dall’11 al 29 per cento); è marginale nella gestione di patrimoni su base individuale (5 per cento, invariata rispetto all’anno precedente).

Le attività di intermediazione per conto terzi hanno concorso per il 46 per cento ai ricavi netti delle SIM (32 per cento nel 2003); le negoziazioni per conto terzi hanno riguar-

dato principalmente azioni e futures su indici di borsa trattati sui mercati regolamentati italiani. Nell'offerta fuori sede i volumi collocati mediante promotori finanziari sono raddoppiati rispetto al 2003 per effetto della trasformazione in SIM di una delle principali banche italiane specializzate nella distribuzione di strumenti finanziari. Nel comparto della gestione di patrimoni, all'incremento delle commissioni nette hanno contribuito la crescita dei patrimoni gestiti (da 23,8 a 25 miliardi di euro) e l'aumento delle commissioni unitarie.

Tav. E19

SIM: DATI DI CONTO ECONOMICO (1)
(consistenze in milioni di euro e valori percentuali)

Voci	2003		2004	
	Valori assoluti	Valori percentuali	Valori assoluti	Valori percentuali
Proventi di negoziazione in conto proprio (2)	369	39,2	73	11,9
di cui: <i>interessi e dividendi</i>	340	36,1	89	14,6
Proventi di intermediazione per conto terzi (3) ..	301	32,0	278	45,5
Proventi di gestione individuale di portafogli	111	11,8	121	19,8
Proventi di attività di offerta fuori sede	104	11,1	93	15,2
Proventi di altre attività (4)	41	4,4	36	5,9
Proventi della gestione titoli (5)	15	1,6	10	1,6
Totale proventi	941	100,0	611	100,0
Costi operativi (-)	764	81,2	495	81,0
Risultato di gestione	177	18,8	116	19,0
Altri proventi/oneri (6)	69	7,3	37	6,1
Risultato lordo	246	26,1	153	25,0
Imposte (-)	129	13,7	50	8,2
Risultato netto	117	12,4	103	16,9
<i>Per memoria:</i>				
Numero di intermediari (7)	123		108	

(1) I dati di conto economico sono tratti dalle segnalazioni di vigilanza. – (2) Comprende gli interessi netti. – (3) Negoziazione titoli e cambi, collocamento e raccolta ordini. – (4) Proventi da servizi accessori (consulenza, custodia e amministrazione titoli, ecc.). – (5) Risultato degli investimenti in titoli effettuati dalle SIM non autorizzate all'attività di negoziazione in conto proprio. – (6) Comprende gli accantonamenti e le componenti straordinarie. – (7) Dati riferiti a fine anno; sono escluse le società non operative.

Patrimonio e rischi. – Alla fine del 2004 il patrimonio di vigilanza delle SIM ammontava a 716 milioni di euro (1.382 milioni nel 2003), costituito per il 96 per cento da elementi di qualità elevata. La diminuzione rispetto all'anno precedente è conseguenza delle cancellazioni dall'albo: a campione costante, la dotazione patrimoniale è aumentata da 645 a 692 milioni di euro.

Il totale delle coperture patrimoniali richieste alle SIM ammontava a 161 milioni di euro (357 milioni nel 2003; tav. aE14).

Il requisito patrimoniale complessivo è pari al maggiore importo tra la copertura richiesta per i rischi di mercato e di credito e il 25 per cento dei costi operativi fissi iscritti nell'ultimo bilancio (requisito "altri rischi"); il patrimonio di vigilanza delle SIM deve inoltre risultare almeno pari al capitale minimo richiesto per il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento.

Le società finanziarie

Gli impieghi. – Al 31 dicembre del 2004 gli impieghi lordi delle società finanziarie dell'elenco speciale, escluse le società veicolo, erano pari a 111,5 miliardi di euro (tav. E20): rispetto al 2003 la crescita, a campione costante, è stata dell'1,4 per cento (2 per cento se si aggiungono i crediti ceduti per operazioni di cartolarizzazione).

Nel 2004 le società finanziarie hanno cartolarizzato crediti in bonis per complessivi 16,7 miliardi di euro (14,2 miliardi nel 2003), per oltre la metà riguardanti operazioni rotative (revolving) effettuate negli scorsi esercizi da società di leasing o di credito al consumo.

A fronte della contenuta crescita degli impieghi complessivi, nel 2004 si sono registrate una ripresa dell'attività di leasing e un'ulteriore espansione del credito al consumo.

I crediti di leasing, sospinti dalle operazioni su beni immobili, hanno mostrato una crescita del 7,8 per cento. I prestiti al consumo sono aumentati del 9,5 per cento: tale risultato - seppure dimezzato rispetto al 2003 - è connesso, in particolare, con lo sviluppo dei "prestiti personali"; nel comparto del credito finalizzato si è accresciuta la quota dei finanziamenti destinati all'acquisto di elettronica di consumo. L'attività di factoring ha confermato la flessione del 2003: il flusso di crediti acquistati nell'anno (turnover) è diminuito del 7,8 per cento.

Nel 2004 la qualità del credito erogato ha registrato un lieve miglioramento (tav. E20). L'incidenza delle nuove posizioni classificate tra le sofferenze sugli impieghi vivi in essere alla fine dell'anno precedente si è ridotta sia nel leasing (dall'1,8 all'1,3 per cento) sia nel factoring (dal 3,4 all'1,8 per cento); risulta stabile il dato sul credito al consumo (1,8 per cento).

Tav. E20

SOCIETÀ FINANZIARIE: QUALITÀ DEL CREDITO (milioni di euro)

Anni	Sofferenze		Crediti scaduti (1)		Impieghi		Nuove sofferenze (3)	Nuove sofferenze/ Impieghi vivi (4)
	Lordi	Nette (2)	Lordi	Netti (2)	Lordi	Netti (2)		
2002	1.948	972	6.783	6.412	105.282	103.296	1.150	1,2
2003	3.242	1.782	6.518	6.197	109.974	107.399	2.905	2,8
2004	3.937	1.777	7.174	6.806	111.547	110.500	2.716	2,5

(1) I crediti scaduti sono i crediti per i quali siano inutilmente trascorsi oltre 120 giorni dalla data prevista per il rimborso. – (2) Al netto delle svalutazioni. – (3) Flusso annuale di nuove sofferenze. – (4) Flusso annuale di nuove sofferenze rapportato agli impieghi vivi alla fine dell'anno precedente; gli impieghi vivi sono gli impieghi al netto delle sofferenze.

In linea con la tendenza osservata negli ultimi anni, il grado di concentrazione del portafoglio crediti si è ulteriormente ridotto: l'ammontare delle eccedenze rispetto al limite del 60 per cento del patrimonio di vigilanza,

stabilito dalla normativa transitoria sui “grandi rischi”, si è dimezzato rispetto al 2003 grazie al contenimento delle maggiori esposizioni e alla loro copertura con garanzie (tav. E21).

Tav. E21

SOCIETÀ FINANZIARIE: CONCENTRAZIONE DEI RISCHI

(milioni di euro)

Anni	Ammontare grandi rischi	Numero grandi rischi	Ammontare eccedenze	Numero posizioni eccedenti	Società con posizioni eccedenti
2002	8.191	621	1.147	34	24
2003	7.146	587	496	30	14
2004	6.258	496	225	26	21

La redditività. – Nel 2004 le società finanziarie hanno realizzato un utile netto pari a 1,1 miliardi di euro, più che doppio rispetto all’esercizio precedente. Il miglioramento è derivato in larga parte da proventi straordinari realizzati nell’esercizio e da minori accantonamenti per rischi di credito (tav. aE16).

Il margine d’interesse, pari a 3,3 miliardi di euro, è aumentato del 5,9 per cento: il ricorso a operazioni di cartolarizzazione ha contribuito a una flessione degli interessi attivi più che compensata dai risparmi realizzati nei costi della provvista. I ricavi netti su servizi sono diminuiti dell’1 per cento; l’incremento del margine di intermediazione, pari al 4,3 per cento, è, pertanto, interamente ascrivibile alla componente interessi.

I costi operativi hanno registrato un aumento del 6,1 per cento, soprattutto per la crescita delle spese amministrative. Quasi la metà delle finanziarie ha esternalizzato in tutto o in parte l’internal auditing o la gestione del sistema informativo; per le società di minori dimensioni o in fase di avvio dell’attività le spese sostenute per l’esternalizzazione arrivano in taluni casi a rappresentare il 20 per cento del totale dei costi operativi.

L’adeguatezza patrimoniale. – Alla fine del 2004 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 9,7 miliardi di euro, in crescita del 13 per cento rispetto all’anno precedente grazie ad aumenti di capitale e alla capitalizzazione degli utili di esercizio. Il patrimonio disponibile (al netto delle complessive immobilizzazioni tecniche e finanziarie) ha fatto registrare una crescita del 28 per cento.

Il rapporto tra il patrimonio di vigilanza (al netto delle forme di sostegno fornite in operazioni di cartolarizzazione) e l’attivo ponderato per il rischio di credito per le società di leasing, factoring e credito al consumo era pari al 6 per cento, in aumento di 0,8 punti percentuali rispetto al 2003. In particolare, nel factoring, in relazione alla stasi dei crediti erogati, il rapporto si è accresciuto dal 7,9 al 10,1 per cento.

I CONTROLLI

Linee evolutive delle modalità di controllo

L'evoluzione normativa, l'innovazione finanziaria, i mutamenti degli assetti operativi e organizzativi degli intermediari, i progressi nelle tecniche di gestione dei rischi richiedono il costante aggiornamento dei metodi e degli strumenti di vigilanza e una crescente integrazione operativa delle risorse, anche attraverso l'attribuzione alle Filiali dell'Istituto di più ampi compiti di controllo.

Nell'attività di supervisione (i cui criteri e modalità di esercizio sono descritti sinteticamente nel capitolo della sezione E: *I controlli* nella Relazione sul 2003) vanno intensificandosi le verifiche volte a valutare la capacità degli intermediari di governare organizzazioni complesse e sistemi di gestione dei rischi adeguati al nuovo quadro prudenziale. Particolare attenzione viene dedicata all'utilizzo di metodologie di analisi dei rischi che tengano conto della dimensione e della complessità operativa degli intermediari.

È crescente il confronto con gli operatori, soprattutto nella fase di consultazione sulle innovazioni regolamentari. Vengono condotti esercizi di simulazione per verificare la solidità delle banche a fronte di condizioni macroeconomiche avverse o di tensioni sui mercati finanziari.

I controlli sulle banche e sui gruppi bancari

Le valutazioni delle situazioni aziendali e gli interventi di vigilanza. – Nell'anno sono state attribuite valutazioni favorevoli a 309 banche, intermedie a 313, sfavorevoli a 89; a queste ultime, in diminuzione rispetto all'anno precedente, fa capo il 9,2 per cento dei fondi intermediati (tav. aE17). Le valutazioni sono state espresse con riferimento all'esercizio 2003, tenendo conto, nella maggior parte dei casi, delle informazioni disponibili al terzo trimestre del 2004.

Il miglioramento dei giudizi riflette i guadagni di efficienza aziendale nell'esercizio oggetto di valutazione, nonché il rafforzamento dei presidi organizzativi e l'accresciuto livello di patrimonializzazione.

Si registrano ulteriori progressi sul fronte del perseguimento degli obiettivi di patrimonializzazione (cosiddetti target ratios) indicati nel 2001 dalla Vigilanza ai primi 13 gruppi bancari (6 per cento delle attività ponderate per il capitale di più elevata qualità e 10 per cento per il patrimonio complessivo). I gruppi che a dicembre del 2004 avevano conseguito il valore obiettivo del patrimonio di qualità primaria erano 9 (4 a dicembre del 2000) e 7 quelli che avevano raggiunto la soglia indicata per il patrimonio complessivo (a dicembre del 2000 nessuno dei 13 intermediari operava con livelli patrimoniali pari o superiori al 10 per cento). Per l'insieme dei 13 gruppi il coefficiente medio relativo al patrimonio di base era pari al 6,9 per cento (5,4 nel 2000), quello relativo al patrimonio complessivo era pari al 10,9 per cento (8,7 nel 2000).

Per quanto concerne il profilo di liquidità si registra la riduzione – rilevata in particolare nel corso degli ultimi due esercizi esaminati – delle attività prontamente liquidabili detenute dalle banche, ascrivibile principalmente al contenuto rendimento dei titoli di debito.

Il lieve peggioramento del profilo del rischio di credito è dovuto in larga misura all'introduzione di una metodologia di analisi che con maggiore immediatezza tiene conto dell'evoluzione qualitativa dei crediti.

Il nuovo sistema di analisi, basato sul tasso di ingresso delle posizioni in una situazione di sofferenza rettificata anziché sull'incidenza di queste ultime sugli impieghi, ha consentito di recepire con maggiore rapidità gli effetti della crisi del gruppo Parmalat. La metodologia consente altresì di individuare le banche in grado di selezionare, nella stessa area geografica e per il medesimo settore merceologico, clientela meno rischiosa.

Gli interventi di vigilanza concernenti i diversi profili tecnici, effettuati attraverso lettere di richiamo ovvero con convocazioni di esponenti aziendali, hanno riguardato 444 banche. Si sono tenuti 435 incontri con esponenti aziendali, 228 dei quali presso l'Amministrazione Centrale e 207 presso le Filiali. Sono risultati più numerosi gli interventi in materia di forme tecniche e informativa di bilancio e di procedure interne di gestione e controllo dei rischi di mercato (cfr. tav. aE18 per i profili oggetto degli interventi).

Sebbene vada riducendosi il numero di banche che presentano accentuate anomalie gestionali, l'attività di intervento su queste aziende continua a essere rilevante.

Nel biennio 2003-04 in 53 casi sono stati prontamente attivati interventi sulle banche per le quali si è accertato un serio deterioramento della situazione tecnica. In 7 di questi casi è stata avviata la procedura di amministrazione straordinaria ex articolo 70 del Testo unico bancario (TUB), in 3 quella di liquidazione coatta amministrativa ex articolo 80 del TUB. Nei restanti 43 casi è stata richiesta formalmente la convocazione degli organi collegiali di cui all'articolo 53, comma 3, lettera b), del TUB, al fine di deliberare in merito alle iniziative correttive di volta in volta sollecitate dalla Vigilanza. Le misure richieste sono state differenziate in relazione alle disfunzioni rilevate; esse sono consistite,

anche congiuntamente, nell'elaborazione di un piano di riassetto dell'organizzazione dell'azienda ovvero di specifici comparti, nel rinnovo parziale o totale degli organi societari, nell'aumento delle dotazioni patrimoniali, nella delibera in merito a ipotesi di aggregazione con aziende più solide. La concreta gestione di queste iniziative è stata rimessa alla banca; la loro attuazione è stata verificata attraverso rendiconti e incontri periodici.

La richiesta di misure correttive si è accompagnata nella quasi totalità dei casi all'adozione, da parte della Banca d'Italia, di provvedimenti specifici di cui all'articolo 53, comma 3, lettera d), del TUB, tra i quali l'applicazione di coefficienti patrimoniali superiori al minimo, l'inasprimento dei limiti normativi alla concentrazione dei rischi, il contenimento dell'operatività aziendale in taluni comparti di attività; più raramente, si è fatto ricorso all'applicazione di misure previste dall'articolo 78 del TUB (divieto di intraprendere nuove operazioni in alcuni settori operativi) o, per le BCC, alla richiesta di intervento da parte del Fondo di garanzia dei depositi.

Alla fine del 2004 erano 90 le aziende (87 alla fine del 2003) assoggettate a requisiti patrimoniali obbligatori superiori a quello minimo dell'8 per cento; ad esse faceva capo il 2,4 per cento dei fondi intermediati dal sistema.

Per quanto concerne i rischi di mercato, l'azione di verifica ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali ha riguardato tanto le banche che hanno predisposto modelli interni quanto quelle che seguono il metodo standardizzato.

Nei confronti di due dei maggiori gruppi bancari italiani, per i quali era stato riconosciuto valido il modello interno, nel corso del 2004 sono state concluse le attività di convalida per consentire l'applicazione del modello ad altri soggetti del gruppo o ad altre tipologie di attività finanziarie. Sono proseguite le analisi per la prima verifica di idoneità dei modelli interni predisposti da altre due banche.

I riscontri condotti sui flussi informativi trasmessi dalle banche che utilizzano il metodo standardizzato consentono di tracciare per ciascun intermediario un quadro complessivo dell'attività svolta, degli strumenti trattati, delle strategie perseguite e dell'esposizione ai rischi (di mercato, legali, di reputazione) dell'area finanza. Nei casi ritenuti di maggiore interesse, i risultati di tali analisi sono portati a conoscenza degli esponenti aziendali durante appositi incontri di approfondimento e confronto.

Particolare attenzione è stata rivolta all'operatività delle banche in strumenti finanziari innovativi, tra cui i derivati creditizi e finanziari, caratterizzati da aspetti di maggiore complessità. Lo scorso febbraio è stata avviata una procedura di consultazione con il sistema bancario sulla bozza di disposizioni attuative della delibera del CICR del marzo 2004 (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2003) volte a rafforzare ulteriormente i requisiti organizzativi e le metodologie utilizzate dalle banche per valutare i profili di rischio di tali strumenti.

In materia di liquidità, si sono tenuti incontri con primari gruppi bancari finalizzati alla verifica dei sistemi aziendali di misurazione e controllo del rischio, dei modelli organizzativi relativi alla tesoreria accentrata nell'ambito del gruppo, del grado di utilizzo di tecniche di stress test per fronteggiare ipotesi di tensione di liquidità.

I primi risultati dell'analisi, condotta parallelamente ai lavori di approfondimento in corso presso il Joint Forum (cfr. il capitolo: Il quadro normativo), confermano che anche presso gli operatori italiani non è ancora emerso un consenso sulle modalità di misurazione dell'esposizione al rischio di liquidità.

Nell'aprile scorso è stata avviata una procedura di consultazione con le banche, volta a ricercare schemi condivisi di determinazione dell'esposizione a tale rischio e ad approfondire la conoscenza delle soluzioni organizzative che si stanno definendo, soprattutto nell'ambito dei gruppi, per il governo della liquidità.

Nel giugno dello scorso anno la Banca d'Italia ha pubblicato uno studio condotto congiuntamente con l'Isvap dal quale risulta che il trasferimento del rischio di credito (*Credit Risk Transfer, CRT*) tra banche e assicurazioni risulta contenuto nel nostro paese.

L'indagine ha riguardato sia le tradizionali cessioni di credito e le garanzie del ramo credito rilasciate dalle assicurazioni alle banche sia i derivati creditizi e le cartolarizzazioni. Alla data della rilevazione (giugno 2003) le imprese di assicurazione italiane detenevano titoli derivanti dalla cartolarizzazione di crediti bancari per importi limitati; il possesso riguardava prevalentemente titoli relativi alle tranche senior, connotate da minor rischio. Le banche nazionali non detenevano titoli della specie emessi dalle imprese di assicurazione italiane.

Le iniziative per l'applicazione della nuova regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale. – Con riferimento al rischio di credito, ai fini delle valutazioni prudenziali, la Vigilanza ha sollecitato le banche ad allinearsi tempestivamente agli standard internazionali in materia di classificazione dei crediti scaduti o sconfinanti tra le esposizioni di dubbio realizzo (*default*).

La normativa sul rischio di credito prevede che dovranno essere considerate nell'ambito della nuova definizione di crediti in default anche le posizioni scadute o sconfinanti in via continuativa da oltre 90 giorni; per le imprese classificate come corporate il termine è esteso a 180 giorni per un periodo di 5 anni dall'entrata in vigore della disciplina (cfr. il capitolo: Il quadro normativo).

L'ammontare delle esposizioni classificabili tra quelle di dubbio realizzo è ampio nel nostro paese dati i tempi lunghi di regolamento delle transazioni commerciali e la prassi bancaria di consentire utilizzi prolungati delle linee di fido per importi superiori all'accordato.

Dalle due rilevazioni campionarie effettuate nel 2004 è risultato che tra i crediti scaduti o sconfinanti coesistono situazioni realmente indicative di rischi potenziali e posizioni destinate a regolarizzarsi nei mesi successivi; se le prassi delle banche non venissero modificate in modo da evitare persistenti ritardi o sconfinamenti nei rapporti di credito, una quota rilevante delle esposizioni potrebbe essere considerata impropriamente tra i crediti in default e assoggettata a più elevati requisiti patrimoniali. La corretta classificazione dei crediti scaduti o sconfinanti costituisce un requisito particolarmente importante per l'utilizzo dei sistemi di rating interni.

Sulla base delle rilevazioni condotte sono stati aggiornati gli schemi segnaletici (in vigore con cadenza semestrale dal gennaio del 2005), adeguando i criteri di rilevazione dei crediti di dubbio realizzo alle indicazioni desumibili dal nuovo Schema di regolamentazione sul patrimonio.

Un ulteriore elemento della nuova regolamentazione concerne il trattamento degli strumenti di attenuazione del rischio (garanzie reali e personali, derivati di credito, accordi di compensazione). Per poter beneficiare appieno della riduzione dei requisiti patrimoniali, le banche devono prestare particolare attenzione al rispetto di specifici requisiti relativi alla certezza giuridica, alla documentazione legale di supporto e alle modalità di gestione nonché al trattamento del cosiddetto rischio residuale e alla comunicazione al mercato delle relative informazioni.

Al fine di garantire un corretto avvio dell'applicazione della nuova regolamentazione la Vigilanza segue attentamente l'attività degli intermediari di maggiore dimensione. Agli operatori i cui progetti risulteranno in una fase avanzata di realizzazione verrà richiesto di calcolare i requisiti patrimoniali anche secondo le nuove metodologie (calcolo parallelo).

*Le analisi condotte sullo stato di avanzamento dei progetti di 13 primari gruppi bancari hanno permesso di individuare un primo nucleo di operatori, che intermediano complessivamente circa il 58 per cento dei fondi del sistema, per i quali le attività prope-
deutiche alla convalida avranno inizio entro il 2005.*

L'attività di convalida mira a verificare nel tempo gli sviluppi operativi, organizzativi e metodologici del sistema di gestione e controllo dei rischi dell'intermediario; inizialmente riguarderà una quota significativa del rischio creditizio di ciascun gruppo e verrà progressivamente estesa agli altri portafogli e alle altre società del gruppo stesso.

Verranno accertati il rispetto di criteri qualitativi e quantitativi volti a garantire l'effettiva integrazione dei sistemi nell'organizzazione aziendale e l'affidabilità delle stime dei parametri di rischio. Più in particolare, si valuteranno gli assetti organizzativi e i processi che presiedono alla gestione delle esposizioni, le metodologie utilizzate per la stima dei parametri utili al calcolo delle dotazioni patrimoniali, le caratteristiche e la struttura degli archivi e delle basi dati di supporto ai modelli e alle procedure di calcolo dei requisiti.

La convalida avverrà sulla base della documentazione richiesta alle banche in merito alle caratteristiche funzionali e statistiche dei modelli di rating; del confronto con i responsabili delle funzioni aziendali coinvolte nel progetto; degli accessi presso gli intermediari per l'esame diretto dello stato dei lavori e dei processi organizzativi.

In materia di rischi operativi la nuova disciplina prevede che per il calcolo dei requisiti patrimoniali gli intermediari possano fare ricorso a tre diversi metodi: quello dell'indicatore di base, quello standardizzato e quello dei modelli avanzati.

Al fine di rilevare gli orientamenti delle banche italiane sulla scelta delle diverse metodologie e lo stato di avanzamento dei progetti in corso, nel 2004 sono proseguiti gli incontri avviati gli anni scorsi con i principali gruppi ed è stata condotta una rilevazione che ha riguardato le 10 banche e i 21 gruppi bancari che aderiscono alla raccolta di dati strutturati sulle perdite operative organizzata dal consorzio DIPO (Database italiano perdite operative), costituito presso l'Associazione bancaria italiana (ABI). Congiuntamente con l'associazione bancaria e con i principali gruppi si è inoltre dato avvio a un gruppo di contatto sui rischi operativi.

In Italia, come negli altri paesi, i progetti appaiono meno avanzati rispetto a quanto osservato in merito ai rischi di credito, a causa del contenuto fortemente innovativo della normativa, del minor grado di affinamento delle metodologie statistiche, del rilevante impegno richiesto per la costruzione di archivi sugli eventi di perdita ai fini dell'adozione dei metodi intermedi o avanzati. Allo stato attuale solo un gruppo ristretto di intermediari, ai quali fa capo il 44 per cento dei fondi intermediati dal sistema, presenta un livello di sviluppo dei progetti compatibile con l'obiettivo di adottare la metodologia avanzata dal 1° gennaio del 2008, ancorché non applicata alla totalità delle attività aziendali.

Successivamente all'emanazione, nel luglio del 2004, della nuova normativa in materia di continuità operativa delle banche (cfr. il capitolo: *Il quadro normativo*) la Vigilanza ha condotto due rilevazioni per verificare lo stato di preparazione del sistema (settembre 2004) e dei grandi gruppi bancari (marzo 2005). Rispetto a un'analoga indagine sull'intero sistema condotta nel 2002, a settembre del 2004 sono emersi significativi progressi: solo una ridotta minoranza di banche, alle quali fa capo il 10 per cento dei fondi intermediati dal sistema, non dispone ancora del piano di ripartenza dei sistemi informativi in caso di emergenza, spesso per la mancata previsione di tale servizio nei contratti con i fornitori informatici.

Le iniziative relative alla predisposizione di piani di continuità operativa delle componenti non informatiche sono a uno stadio meno avanzato; la quasi totalità delle banche ha tuttavia confermato l'impegno a completare gli interventi nei termini previsti dalla normativa di Vigilanza (dicembre 2006).

Dall'approfondimento condotto lo scorso marzo sui gruppi bancari con attivo superiore a 5 miliardi di euro emerge che tali operatori stanno dando attuazione agli interventi sollecitati dalla Vigilanza per l'adeguamento, entro giugno del 2005, del piano di disaster recovery dei sistemi informativi ai nuovi requisiti e per la definizione del progetto sulla continuità operativa. Con riferimento alla componente informatica, gli adeguamenti attuati negli ultimi mesi (riduzione dei tempi di ripartenza, contenimento della perdita di dati in caso di interruzione, distanziamento del sito elaborativo di emergenza rispetto a quello primario) rappresentano in diversi casi

un primo passo verso interventi di più ampia portata, estesi anche ai sistemi periferici e dipartimentali e coordinati con le scelte strategiche in tema di evoluzione dei sistemi informativi dell'intero gruppo bancario, pianificati per il 2006. Per quanto riguarda i progetti sulla continuità delle strutture operative, sono in corso di definizione gli interventi tecnici, organizzativi, di formazione del personale e di revisione dei contratti di fornitura; il loro completamento è previsto nel secondo semestre del 2006.

I nuovi principi contabili internazionali. – Gli International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards (IAS/IFRS) prevedono un maggiore utilizzo del criterio di valutazione delle poste patrimoniali al *fair value*, che, in linea di massima, fa riferimento al valore di mercato. Questa impostazione è diretta ad avvicinare maggiormente le rappresentazioni di bilancio alle effettive caratteristiche di rischio e di rendimento delle imprese.

L'applicazione dei nuovi criteri contabili internazionali è destinata a incidere in misura significativa sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica delle banche e dei gruppi bancari.

Il passaggio dalla vigente normativa di bilancio agli IAS/IFRS è disciplinato da uno specifico standard internazionale (IFRS n. 1 First-time adoption of International Financial Reporting Standards), che prevede l'obbligo di fornire, oltre al bilancio del 2005, almeno il bilancio relativo al 2004, entrambi elaborati utilizzando gli IAS/IFRS vigenti al 31 dicembre del 2005. Le differenze di valore derivanti dall'applicazione di tali principi alle attività e passività esistenti al 1° gennaio del 2005 sono imputate direttamente al patrimonio netto.

Nel corso del 2004 sono state condotte due simulazioni relative all'impatto dei nuovi principi contabili sui bilanci dei principali gruppi bancari italiani (rispettivamente al 31 dicembre del 2003 e al 30 giugno del 2004), i cui risultati sono stati analizzati e discussi con gli stessi intermediari.

Le simulazioni hanno mostrato un incremento generalizzato delle svalutazioni dei crediti anomali, dovuto all'attualizzazione dei flussi di cassa attesi sulla base del tasso effettivo originario delle operazioni, nonché plusvalenze latenti negli immobili e, in alcuni casi, nelle partecipazioni. L'area della finanza (titoli, derivati e valute), essendo per la gran parte sottoposta a valutazioni di mercato e comunque oggetto di elevato turnover, ha posto in evidenza valori sostanzialmente allineati a quelli conformi agli IAS/IFRS. Per quanto riguarda gli impieghi vivi e la raccolta, le banche devono ancora definire le politiche contabili in materia di fair value option, in attesa dell'emanazione, da parte dello IASB (International Accounting Standards Board), della versione definitiva del principio che ne regola l'applicazione.

L'impatto degli IAS/IFRS sul calcolo del patrimonio di vigilanza e dei coefficienti patrimoniali ha formato oggetto di specifiche raccomandazioni da parte sia del Comitato di Basilea sia del CEBS. È stata indicata l'esi-

genza di introdurre alcune rettifiche (filtri prudenziali), da applicare ai dati del bilancio IAS/IFRS, al fine di salvaguardare la qualità del patrimonio di vigilanza e di ridurre la potenziale variabilità indotta dall'applicazione dei nuovi principi contabili.

Lo scorso aprile è stata avviata una terza rilevazione – estesa a tutti i gruppi bancari, quotati e non quotati – finalizzata a conoscere l'impatto degli IAS/IFRS sui patrimoni consolidati contabili e di vigilanza al 1° gennaio del 2005; l'indagine è coerente con gli schemi di rilevazione e i filtri prudenziali elaborati dal Comitato di Basilea e dal CEBS (cfr. il capitolo: Il quadro normativo).

I controlli sulle società di gestione del risparmio e sulle società di intermediazione mobiliare

L'analisi delle situazioni aziendali. – Le valutazioni attribuite nel 2004 alle Società di intermediazione mobiliare (SIM) e alle società di gestione del risparmio (SGR) risultano in lieve miglioramento rispetto a quelle assegnate nell'anno precedente. L'incremento dei giudizi complessivi favorevoli è dovuto principalmente alla ripresa, anche se contenuta, della redditività dopo alcuni anni di risultati modesti anche per il prolungato periodo di incertezza dei mercati mobiliari. Alle 84 società con un giudizio favorevole è riconducibile una quota pari al 51 per cento dei ricavi lordi delle SIM e al 66 per cento delle masse gestite dalle SGR.

Rispetto all'anno precedente è diminuito da 41 a 37 (27 SIM e 10 SGR), anche in seguito all'uscita dal mercato, il numero delle società caratterizzate da una situazione anomala; esse rappresentano una quota ridotta dei ricavi lordi delle SIM (18,5 per cento) e una frazione marginale delle masse gestite dalle SGR (0,12 per cento). A queste si aggiungono 18 società (25 nel 2003), incluse nella fascia di valutazione intermedia, per le quali si richiedono interventi atti a evitare l'aggravamento di talune carenze.

Gli interventi di vigilanza. – Nel 2004 sono stati effettuati, anche con la collaborazione delle Filiali dell'Istituto, 172 richiami formali e 128 audizioni degli esponenti aziendali. Nel complesso i 300 interventi realizzati (241 nel 2003) hanno riguardato 178 intermediari (97 SGR e 81 SIM), pari a circa il 64 per cento dei soggetti vigilati. Il piano degli interventi di vigilanza programmati annualmente tiene conto dei confronti periodici con gli uffici della Consob.

Con riferimento alle SIM, gli interventi si sono incentrati in numerosi casi (48 lettere e 36 audizioni) sull'incisività dell'azione degli organi di controllo; in presenza di livelli di attività non idonei a consentire la

permanenza sul mercato, sono state incentivate iniziative volte a favorire l'ingresso nel capitale di nuovi soci in grado di sviluppare l'operatività attraverso l'ampliamento della clientela o l'apporto di competenze specialistiche.

Le SGR sono state di frequente sollecitate ad adottare modalità operative in grado di assicurare costantemente la qualità e l'efficienza della gestione nonché l'autonomia delle scelte di investimento. Rilevano l'affinamento delle attività di pianificazione strategica, la definizione del sistema delle deleghe, la formalizzazione delle procedure operative, la predisposizione di idonei strumenti di controllo.

Le audizioni di carattere conoscitivo (99) sono state dirette ad approfondire le caratteristiche operative e strutturali degli intermediari per verificare l'adeguatezza delle risorse disponibili, la presenza di una effettiva separazione tra attività decisionali e di riscontro, la qualità dei servizi affidati in outsourcing.

Oltre il 60 per cento degli intermediari ha attribuito a soggetti terzi la funzione di controllo interno. I fornitori del servizio sono in prevalenza società del gruppo presso le quali vengono accentrate le attività di internal auditing; negli altri casi si tratta di professionisti o di società di consulenza. Si richiede che i soggetti esterni dispongano, anche in relazione al numero degli incarichi raccolti, delle competenze e delle risorse atte ad assicurare tempestività, affidabilità ed efficienza nello svolgimento della funzione.

L'indagine sulla funzione di risk management. – Con le direttive CE del 21 gennaio 2002, nn. 2001/107 e 2001/108, compiutamente recepite con il nuovo Regolamento (cfr. il capitolo: *Il quadro normativo*), alle società di gestione di OICVM viene richiesto di predisporre adeguate procedure per il controllo costante delle posizioni e del profilo di rischio dei portafogli gestiti. Allo scopo di approfondire la conoscenza delle modalità con le quali le SIM e le SGR presidiano i rischi finanziari e operativi, nel corso del 2004 è stata condotta una rilevazione sulle caratteristiche della funzione di *risk management* presso gli intermediari vigilati, con l'esclusione delle SGR specializzate in fondi chiusi e speculativi.

L'indagine ha messo in evidenza una molteplicità di soluzioni organizzative per il controllo dei rischi. Gli intermediari di maggiore dimensione e le SIM attive nel servizio di negoziazione in conto proprio dispongono di autonome unità organizzative, dotate di specifiche competenze e di risorse specializzate. All'interno dei gruppi bancari è frequente il decentramento della funzione presso gli intermediari mobiliari, in particolare presso le SGR, tenuto conto dell'autonomia del processo di gestione nonché della peculiarità delle competenze e degli strumenti utilizzati. Ritardi nella definizione della funzione sono stati riscontrati presso operatori minori e presso SIM attive nell'offerta fuori sede mediante promotori finanziari. Nel complesso, limitato è apparso il coinvol-

gimento dei consigli di amministrazione nella fase di impostazione del sistema di risk management.

L'88 per cento delle SGR e il 55 per cento delle SIM interpellate, tra le quali si annoverano quasi tutte le società maggiori, dispongono di una funzione di risk management, talvolta affidata ad altre unità del gruppo. Nel comparto delle gestioni collettive e individuali, il ruolo del risk management evolve dal controllo ex post dei rischi e delle performances verso una funzione di supporto agli organi aziendali per la definizione di limiti e parametri utili ad assicurare la coerenza dei portafogli gestiti con il profilo di rischio-rendimento dei prodotti offerti. La maggior parte delle SIM che negoziano per conto proprio utilizza procedure di misurazione dei rischi di mercato per determinare limiti operativi all'assunzione delle posizioni oltre che per verificare il rispetto dei requisiti patrimoniali previsti dalla normativa di vigilanza. Circa i due terzi delle società hanno proceduto alla individuazione delle tipologie di rischio operativo a cui sono esposte.

I controlli sulle società finanziarie

L'analisi delle situazioni aziendali. – Nel 2004 gli intermediari finanziari con una situazione aziendale soddisfacente risultano in aumento rispetto all'anno precedente sia per numero (da 28 a 30) sia in termini di quota di attivo sul totale (dal 10,3 all'11,6 per cento). Le società con una situazione caratterizzata da elementi di anomalia si riducono da 36 a 30 e, in termini di quota di attivo, dal 13,4 al 9,8 per cento, per effetto della migliorata situazione tecnica di alcuni operatori di matrice industriale. Nei confronti degli intermediari compresi nella fascia intermedia di valutazione sono aumentati considerevolmente gli interventi correttivi, volti in taluni casi a migliorare gli assetti organizzativi.

Nell'anno è proseguito il processo di definizione di metodi di analisi delle differenti categorie di intermediari. Con il contributo delle Filiali sono stati condotti approfondimenti specifici in materia di controlli sulla gestione dei rischi e sul trattamento delle partite anomale.

In taluni casi i controlli sulla gestione dei rischi non vengono svolti da unità dedicate e non sempre è garantita la separazione della relativa funzione dalle strutture produttive. Per gli intermediari appartenenti a gruppi bancari si sono rilevati casi di coordinamento insufficiente o non formalizzato con la capogruppo. Tendono a essere esternalizzate anche fasi del processo di recupero dei crediti precedenti quella finale, per la quale si ricorre sempre a strutture legali esterne.

Sono proseguiti gli approfondimenti sugli intermediari per la cartolarizzazione. Per le società veicolo è stato definito un percorso di analisi basato sulla verifica dei bilanci, delle segnalazioni di vigilanza e della trasparenza delle informazioni fornite al mercato.

I servicers specializzati prestano particolare attenzione all'efficienza gestionale. Le commissioni attive vengono fissate sulla base di stime degli oneri dell'attività complessiva, anche in relazione alle tipologie e alla qualità degli attivi cartolarizzati; il sistema di remunerazione tiene conto anche dei livelli di servizio prestati attraverso commissioni di incentivo riconosciute solo ove siano raggiunti determinati obiettivi nei recuperi, in particolare per i crediti anomali.

In relazione al ruolo rilevante riconosciuto alle agenzie di rating dalla legge 30 aprile 1999, n. 130, specifici incontri sono stati tenuti con le principali agenzie al fine di acquisire maggiori informazioni sulle metodologie adottate nell'analisi dei portafogli cartolarizzati, in particolare nella fase di verifica dell'andamento delle operazioni.

Gli interventi di vigilanza. – Nel corso del 2004 sono stati condotti 186 interventi (149 nell'anno precedente), basati prevalentemente su audizioni degli esponenti aziendali (121). Le lettere di richiamo (65 rispetto alle 58 del 2003) hanno riguardato principalmente la rischiosità del credito e il sistema dei controlli interni.

Nel comparto degli intermediari a partecipazione pubblica si sono tenuti incontri con i rappresentanti della proprietà al fine di definire in modo più completo le linee strategiche. Le audizioni hanno riguardato soprattutto le finanziarie regionali per le quali sono stati rilevati con maggiore frequenza criteri gestionali non del tutto in linea con la natura imprenditoriale dell'attività svolta.

Sono proseguiti gli interventi sulle modalità di esternalizzazione della funzione di revisione interna; taluni intermediari sono stati invitati a migliorare l'informativa di bilancio e la qualità delle segnalazioni di vigilanza.

L'emergere di rilevanti anomalie nelle situazioni tecniche e negli assetti gestionali ha richiesto l'adozione di interventi di carattere straordinario nei confronti di tre intermediari operanti nel comparto del rilascio di garanzie.

Nel corso dell'anno è stato avviato nei confronti di un intermediario, ai sensi dell'articolo 111 del TUB, il procedimento per la cancellazione dall'elenco speciale, terminato con l'adozione del provvedimento definitivo nei primi mesi del 2005. Si sono conclusi con la cancellazione della società altri due procedimenti avviati in precedenza, uno dei quali è stato oggetto di sospensiva da parte del Tribunale amministrativo regionale.

Le ispezioni

L'attività. – Nel 2004 sono state disposte 209 ispezioni (217 nel 2003), con un aumento di quelle effettuate dalle Filiali (141 contro le 137 dell'anno precedente). La durata media degli accertamenti è risultata pari a 47 giorni, in linea con l'anno precedente.

Sono state avviate verifiche, nella quasi totalità di carattere generale, presso 180 banche, i cui fondi intermediati sono pari al 14 per cento di quelli dell'intero sistema (22,3 nel 2003). Nel triennio 2002-04 sono state disposte ispezioni nei confronti di 541 banche (518 nel triennio 1999-2001), rappresentative di oltre la metà (52,3 per cento) dei fondi intermediati dal sistema, analogamente a quanto registratosi per il triennio precedente.

Le valutazioni espresse al termine degli accertamenti risultano in larga parte distribuite tra giudizi pienamente o parzialmente favorevoli (rispettivamente, 42 e 45 per cento del totale); i giudizi sfavorevoli riguardano intermediari di piccole dimensioni (22 intermediari a fronte dei 27 nel 2003), rappresentativi dello 0,25 per cento dei fondi intermediati (tav. E22).

Tav. E22

ISPEZIONI GENERALI NEI CONFRONTI DELLE BANCHE NEL 2004
(ripartizione dei giudizi per area geografica e categoria dimensionale delle banche)

Giudizi	Per area geografica			Totale	Per categoria dimensionale		
	Nord	Centro	Sud e isole		Maggiori, grandi e medie	Piccole e minori	Banche di Credito cooperativo
Favorevoli	55	11	9	75	2	12	61
Parzialmente favorevoli.....	34	22	24	80	3	23	54
Sfavorevoli	6	5	11	22		5	17
Totale ...	95	38	44	177	5	40	132

Come negli anni più recenti, nel 2004 l'attività ispettiva si è svolta lungo due direttrici. Alle verifiche generali presso organismi connotati da profili organizzativi e operativi tradizionali, allo scopo di formulare valutazioni complessive degli assetti aziendali, si sono affiancate, presso i gruppi bancari, visite mirate a specifici settori di attività ovvero a singole controllate. In coerenza con tali orientamenti, 5 dei primi 10 gruppi bancari sono stati interessati nel corso del 2004 da accertamenti che hanno riguardato la qualità del coordinamento e del controllo da parte delle capogruppo, la capacità di governo delle ramificazioni estere, la funzionalità e il grado di integrazione di reti commerciali, strutture di investment banking e società prodotto.

I risultati delle ispezioni presso i grandi gruppi hanno posto in evidenza il raggiungimento di uno stadio avanzato nei programmi di riposizionamento strategico e di riorganizzazione avviati negli ultimi anni, l'attuazione dei quali ha consentito un presidio dei rischi di credito e di mercato complessivamente adeguato.

In taluni casi, specie in presenza di ampi riassetti funzionali, si sono rilevati ritardi nella predisposizione dei meccanismi di coordinamento delle componenti del gruppo e nell'integrazione delle procedure operative, che hanno reso non sempre agevole il mantenimento delle posizioni di mercato da parte delle reti distributive. Incertezze sono state anche rilevate nella ridefinizione del ruolo e del governo delle unità specializzate. L'azione di riconduzione delle articolazioni estere a schemi gestionali e operativi coerenti con quelli adottati dalle strutture residenti registra positivi risultati; è elevato l'impegno per la realizzazione di piattaforme tecnologiche omogenee e integrate.

Nei servizi di investimento è risultata crescente l'attenzione ai rischi reputazionali; negli accertamenti condotti presso banche di investimento e reti commerciali si sono talvolta riscontrate manchevolezze negli assetti organizzativi specie sotto il profilo dei controlli. Le carenze riguardanti le modalità di vendita di prodotti finanziari alla clientela sono state segnalate alla Consob.

Le ispezioni svolte presso banche di minore dimensione diverse dalle banche di credito cooperativo (BCC) hanno messo in evidenza situazioni complessivamente positive. Talune situazioni di difficoltà sono state osservate presso operatori che hanno perseguito una forte crescita degli impieghi senza una coerente azione di rafforzamento delle strutture organizzative e dei controlli; ciò si è riflesso negativamente sulla qualità dei rischi assunti e ha determinato tensioni sulla situazione di liquidità.

Nelle BCC, per le quali è pressoché generalizzata una cadenza triennale degli accertamenti, il rafforzamento della presenza in taluni segmenti di mercato, quali quelli relativi a clientela di maggiore dimensione e al comparto immobiliare (mutui residenziali, finanziamenti all'edilizia), ha determinato talvolta un innalzamento del livello di concentrazione dei rischi per cliente e per settore. I giudizi sfavorevoli sono riconducibili a molteplici fattori: adozione di politiche di sviluppo creditizio poco prudenti; conflittualità all'interno degli organi aziendali o ritardi nel portare a compimento le ristrutturazioni conseguenti a operazioni di concentrazione; difficoltà di affermazione sul mercato da parte di aziende di recente costituzione.

Nel 2004 sono state effettuate 14 ispezioni ai sensi del Testo unico della finanza (come nell'anno precedente), delle quali 9 presso SIM e 5 presso SGR. Le società finanziarie sottoposte ad accertamenti sono state 15 (19 nel 2003); 8 di esse sono state ispezionate dalle Filiali. Sono state disposte anche 3 ispezioni per verificare l'esercizio delle funzioni di banca depositaria.

Gli accertamenti presso SIM hanno riguardato prevalentemente intermediari di dimensioni e complessità limitate, connotati da profili di problematicità. In due terzi dei casi il giudizio è risultato sfavorevole, in relazione alle ridotte prospettive di sviluppo, alle limitate capacità reddituali e alla debolezza degli assetti organizzativi. L'inefficacia dei controlli interni ha in qualche circostanza favorito anomalie amministrative e comportamentali.

Le SGR ispezionate – di media e piccola dimensione, fra le quali una operante sul mercato dei fondi speculativi – non hanno presentato anomalie di particolare rilievo: le scelte strategiche e i modelli distributivi prescelti si sono rivelati complessivamente efficaci, pur in presenza di assetti organizzativi non sempre pienamente adeguati sul piano dei controlli.

In un terzo degli accertamenti condotti presso finanziarie dell'elenco speciale sono state espresse valutazioni complessive non favorevoli. Le verifiche hanno riguardato intermediari attivi nel rilascio di fideiussioni, leasing, factoring, credito al consumo. I giudizi negativi hanno riguardato perlopiù aziende operanti nel primo di questi comparti, le quali presentavano marcate carenze organizzative e amministrative.

Nell'ambito di ordinari accertamenti ispettivi di vigilanza nel 2004 sono stati effettuati specifici controlli sul rispetto della disciplina riguardante il trattamento dei pagamenti transfrontalieri in euro, secondo quanto previsto dal regolamento CE 19 dicembre 2001, n. 2560 (cfr. il capitolo della sezione H: *L'attività di sorveglianza*).

Le procedure straordinarie e altre procedure speciali

Le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di banche. - Nel 2004 sono state avviate 2 procedure di amministrazione straordinaria, riguardanti banche appartenenti al movimento cooperativo (BCC del Sannio - Calvi e CC Interprovinciale Lombardo). Esse presentavano situazioni di irregolarità gestionali relative principalmente al comparto dell'intermediazione creditizia nonché perdite patrimoniali di elevato ammontare (tav. aE19).

Si sono concluse 6 procedure di amministrazione straordinaria, di cui una (BCC Valle dell'Irno) mediante sottoposizione alla liquidazione coatta amministrativa; 3 con l'incorporazione da parte di altre banche della categoria (Creribanco CC di Alessandria, BCC Egusea Favignana e BCC di Trevignano) e due con la restituzione alla gestione ordinaria (BCC di Cento Crevalcore e BCC di Capranica e Bassano Romano).

Le BCC restituite alla gestione ordinaria hanno beneficiato di interventi patrimoniali di sostegno realizzati di concerto con gli organismi di categoria e in un caso è intervenuto anche il Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo che ha prestatato fideiussione a fronte delle passività subordinate emesse.

Nel corso del 2004 è stata avviata una procedura di liquidazione coatta amministrativa relativa alla BCC Valle dell'Irno, già in amministrazione straordinaria (tav. aE20), con cessione delle attività e delle passività a fa-

vore della Banca Sviluppo, che ha beneficiato dell'intervento di sostegno del Fondo di garanzia.

Tenuto conto della cancellazione dal registro delle imprese della BCC Agri - Sauro, in liquidazione coatta amministrativa, al 31 dicembre del 2004 risultavano in essere 23 procedure liquidatorie; di esse 2 sono da considerare sostanzialmente concluse, avendo la Banca d'Italia, nei primi mesi del 2005, autorizzato il deposito del bilancio finale di liquidazione.

La liquidazione coatta amministrativa della Sicilcassa ha proseguito l'attività di recupero dei crediti, privilegiando, come in passato, soluzioni di tipo transattivo che hanno consentito realizzazioni in tempi più rapidi di quelli delle procedure giudiziarie. Accordi stragiudiziali hanno riguardato anche la chiusura di giudizi passivi per la Liquidazione.

Nel 2004 è stata definita, d'intesa con i rappresentanti delle controparti, una soluzione conciliativa di numerose vertenze in materia giuslavoristica, essenzialmente riguardanti il Fondo pensioni interno della Sicilcassa. L'ipotesi di definizione, basata sulla individuazione di percentuali transattive differenziate per le diverse tipologie di contenzioso, ha ricevuto l'adesione pressoché totale degli interessati, per un numero di posizioni pari a 2.900 circa al 31 dicembre 2004.

Alla fine del 2004 – a fronte di un ammontare netto delle posizioni in carico pari a 1.196 milioni di euro al 6 settembre del 1997, data di avvio della procedura – la Liquidazione ha realizzato introiti per circa 452 milioni di euro, di cui 41 milioni nel corso del 2004. In relazione ai recuperi la Liquidazione ha effettuato, a quella data, riversamenti al Banco di Sicilia per 345 milioni di euro, determinando una riduzione di pari importo del debito nei confronti del medesimo per il deficit di cessione.

Altre procedure speciali. – La Società per la gestione di attività (SGA) ha proseguito l'attività di realizzo degli attivi problematici acquistati dal Banco di Napoli e dall'Isveimer. Il bilancio della SGA al 31 dicembre del 2004 si è chiuso con un utile di esercizio di 12 milioni di euro circa.

Al 31 dicembre del 2004 i recuperi sulle attività acquisite dal Banco di Napoli ammontano a complessivi 3.708 milioni di euro; i residui crediti verso la clientela si ragguaagliano a un valore netto di circa 1.375 milioni di euro; il debito della SGA verso il Banco si è ridotto a 805 milioni di euro; i crediti verso clientela acquisiti dall'Isveimer sono pari a un valore netto di 151 milioni di euro circa.

Nel corso del 2004 gli organi della liquidazione volontaria dell'Isveimer, avviata nell'aprile del 1996, hanno continuato nella liquidazione degli attivi e nella estinzione delle passività societarie.

Al termine dell'anno, l'Isveimer registra attività residue per circa 193 milioni di euro, costituite essenzialmente dal credito per finanziamento verso la SGA, da disponibilità presso banche e da crediti verso l'Erario. Il passivo residuo dell'Isveimer, pari a 115 milioni di euro, include fondi per rischi e oneri vari per circa 109 milioni di euro. La stima del disavanzo finale della procedura liquidatoria è stata aggiornata in circa 838 milioni di euro, inferiore all'importo di circa 917 milioni di euro stimato nei precedenti bilanci interinali di liquidazione dell'Isveimer e già ripianato.

Le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di SIM. – Nel 2004 è stata avviata la procedura di amministrazione straordinaria della Financial Consultants & Brokers SIM, per gravi irregolarità e violazioni normative nella prestazione dei servizi di investimento (tav. aE21).

Alla fine dell'anno risultavano in essere 11 procedure di liquidazione coatta amministrativa di SIM; per tutte è stato completato l'accertamento dello stato passivo e, con l'esclusione di 3 procedure (Interitalia, European Securities, G. Vincent), sono stati effettuati parziali riparti o restituzioni alla clientela.

I tempi e gli esiti di tali procedure dipendono principalmente dalla definizione dei contenziosi giudiziari, anche significativi, la cui pendenza preclude in taluni casi la possibilità di riparti o restituzioni agli aventi diritto.

La tutela della trasparenza delle operazioni bancarie e finanziarie

È stata intensificata l'azione di controllo per accertare il rispetto della normativa in materia di trasparenza, modificata dalle disposizioni entrate in vigore il 1° ottobre del 2003 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2003); le Filiali dell'Istituto hanno effettuato verifiche presso 844 sportelli di 158 banche (683 sportelli di 134 banche nel 2003).

Sono state avviate 16 procedure sanzionatorie (3 nel 2003) per gravi violazioni delle norme in materia di pubblicità. In relazione a inosservanze meno rilevanti 62 banche (44 nel 2003) sono state richiamate a un più scrupoloso rispetto della normativa e a porre in essere iniziative idonee a rimuovere le cause delle anomalie.

Sono stati inoltre effettuati interventi nei confronti di 25 banche per inosservanze della disciplina in materia di comunicazioni alla clientela, in relazione a variazioni, con effetto retroattivo, delle condizioni economiche e modifiche unilaterali della periodicità di invio delle comunicazioni. In seguito agli interventi posti in essere, le banche hanno provveduto a regolarizzare i rapporti con i clienti.

Dall'inizio dell'anno in corso sono state condotte circa 450 verifiche di trasparenza presso gli sportelli di 120 banche.

I controlli di trasparenza effettuati nell'ambito dell'ordinaria attività ispettiva hanno riscontrato inosservanze della disciplina per 54 banche (35 nel 2003), prevalentemente di piccola dimensione, e per 4 società finanziarie iscritte nell'elenco speciale (3 nel 2003). Per 13 intermediari (8 nel 2003) i rilievi hanno determinato l'avvio della procedura sanzionatoria amministrativa.

L'accesso al mercato dei valori mobiliari

I controlli sull'accesso al mercato dei valori mobiliari, svolti ai sensi dell'articolo 129 del TUB e delle relative disposizioni di attuazione, si sono incentrati sulle caratteristiche strutturali degli strumenti finanziari di nuova emissione offerti in Italia. L'azione della Vigilanza è stata volta a favorire lo sviluppo ordinato dei processi di innovazione finanziaria, coerente con gli obiettivi di stabilità e di efficienza del mercato dei titoli di debito.

Fra i criteri di controllo, prescritti dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) nella delibera del 12 gennaio 1994, assumono particolare rilievo, nell'attuale contesto di mercato, la semplicità e la trasparenza delle condizioni finanziarie delle operazioni, nonché l'oggettività dei meccanismi di indicizzazione dei rendimenti.

Nel corso del 2004 sono pervenute alla Banca d'Italia circa 1.600 comunicazioni preventive relative a emissioni e offerte di valori mobiliari (1.700 l'anno precedente). Le segnalazioni riscontrate con esito negativo sono state 110, a fronte di 58 nel 2003: in prevalenza, le formule di indicizzazione previste nei titoli oggetto di comunicazione risultavano eccessivamente complesse ovvero non agevolmente comparabili con quelle degli altri prodotti finanziari esistenti sul mercato; in diversi casi, le operazioni prospettate contenevano elementi non conformi all'ordinamento vigente.

Nel caso dei titoli emessi da intermediari bancari italiani ed esteri, l'esame delle operazioni segnalate è stato integrato dalla verifica dei Fogli informativi predisposti ai sensi della vigente disciplina in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali.

Sono stati esaminati oltre 1.100 Fogli informativi riguardanti prodotti finanziari che non rientrano fra le tipologie standard previste nella normativa vigente. L'attenzione della Vigilanza si è soffermata sulla rappresentazione della funzione economica dei titoli, sulla chiara evidenziazione del rendimento ottenibile nell'ipotesi di scenari avversi e sull'indicazione delle componenti commissionali implicitamente pagate dal sottoscrittore dei valori mobiliari.

Nel 2004 i collocamenti sul mercato interno di titoli obbligazionari emessi da banche italiane sono risultati pari a 113 miliardi di euro, con un incremento del 2,8 per cento rispetto all'anno precedente (tav. E23). I titoli di società non bancarie sono passati da 3,2 a 5,6 miliardi di euro, principalmente per effetto del ricorso al mercato obbligazionario da parte di alcuni soggetti industriali di grande dimensione.

Tav. E23

**COLLOCAMENTO DI STRUMENTI FINANZIARI ITALIANI
E ESTERI SUL MERCATO INTERNO**

(dati consuntivi segnalati dagli operatori in milioni di euro)

Voci	2003	2004 (1)
Obbligazioni		
Banche	109.844	112.961
di cui: <i>obbligazioni strutturate</i> (2):		
<i>equity linked</i>	13.464	6.362
<i>fund linked</i>	5.965	1.079
<i>corridor e barrier</i>	137	393
<i>altre</i>	6.623	5.731
Enti non bancari (3)	3.164	5.582
Totale obbligazioni	113.008	118.543
Titoli Reverse convertible	74	-
Cambiali finanziarie	54	6
Polizze di credito commerciale	12.119	9.611
Buoni fruttiferi ex R.D.L. 436/27	590	625
.....		
Collocamento in Italia di strumenti finanziari esteri	89.286	73.713

(1) Dati provvisori. – (2) Il dato non ricomprende le emissioni caratterizzate dalla sola presenza della clausola di rimborso anticipato a favore dell'emittente e/o del sottoscrittore. – (3) Il dato non tiene conto delle emissioni assistite da garanzia dello Stato.

La raccolta bancaria obbligazionaria consiste principalmente di titoli con struttura finanziaria semplice (a tasso fisso o indicizzato a parametri del mercato monetario); i prodotti di tipo strutturato, che combinano la garanzia di restituzione del capitale a scadenza con rendimenti legati all'andamento dei mercati, segnano, dopo anni di crescita, una flessione, attestandosi al 12 per cento del totale delle obbligazioni bancarie (25 per cento nel 2003).

Su sollecitazione della Vigilanza, è proseguita da parte degli emittenti la semplificazione, nei prodotti strutturati, delle componenti costituite da derivati; si è consolidata la previsione di rendimenti minimi garantiti.

Per i titoli ancorati all'andamento dei mercati azionari la semplificazione ha riguardato, fra l'altro, l'utilizzo di indici borsistici come parametri di riferimento invece di singoli titoli azionari. Nei titoli legati all'andamento di OICR hanno prevalso strutture di indicizzazione semplici basate su panieri statici di fondi comuni. Per le obbligazioni indi-

cizzate al differenziale fra i tassi di mercato a lungo e quelli a breve termine gli operatori si sono orientati verso modelli consolidati.

L'offerta in Italia di valori mobiliari esteri è stata pari a 73,7 miliardi di euro, in diminuzione rispetto al 2003 (89,3 miliardi di euro). I titoli sono stati emessi da banche (46,3 per cento del totale), altri soggetti pubblici e privati di paesi dell'OCSE e organismi sovranazionali (complessivamente 51,2 per cento del totale); l'incidenza dei titoli di paesi emergenti si è attestata sul 2,5 per cento del totale collocato. La quasi totalità dei valori mobiliari esteri è costituita da titoli a tasso fisso o con indicizzazione ai più diffusi parametri di mercato.

Nel 2004 sono state segnalate 52 operazioni di cartolarizzazione dei crediti regolate dalla normativa italiana. L'importo complessivo dei titoli asset backed emessi nell'anno è stato pari a 29,1 miliardi di euro, in lieve crescita rispetto al 2003 (28,3 miliardi di euro). Le emissioni, in gran parte collocate sui mercati internazionali, sono state effettuate per la quasi totalità a valere su crediti *in bonis*. Le attività cartolarizzate sono costituite quasi interamente da crediti del settore pubblico, mutui residenziali e crediti derivanti da contratti di leasing e di credito al consumo.

Tra le operazioni di maggiore rilevanza quantitativa si annoverano le cartolarizzazioni di crediti originati dal settore pubblico. In particolare, nel mese di settembre è stata effettuata la cartolarizzazione di crediti derivanti da finanziamenti agevolati erogati dal Ministero dell'Istruzione e dal Ministero delle Attività produttive, che ha comportato l'emissione di titoli asset backed per 1,3 miliardi di euro; nel mese di novembre è stata portata a termine la quinta cartolarizzazione di crediti contributivi dell'INPS, con un'emissione di titoli pari a 3,5 miliardi di euro.

Nel comparto delle Amministrazioni locali, hanno assunto maggior rilievo le emissioni di obbligazioni ordinarie da parte di enti territoriali: nel 2004 sono state comunicate preventivamente alla Banca d'Italia 20 operazioni della specie, per un importo complessivo in emissione pari a 3,4 miliardi di euro. Agli enti pubblici emittenti si richiede di attestare la conformità dell'impiego dei proventi delle emissioni agli scopi consentiti dall'ordinamento, nonché l'avvenuta comunicazione delle operazioni stesse al Ministero dell'Economia e delle finanze.

Infrastrutture spa, intermediario operante nel finanziamento delle infrastrutture e delle opere pubbliche, e Cassa depositi e prestiti spa hanno fatto ricorso a emissioni di covered bond.

Nel 2004 Infrastrutture spa ha emesso 6,5 miliardi di euro di titoli della specie riferiti ai crediti dalla stessa vantati nei confronti di società del gruppo Ferrovie dello Stato per il finanziamento della costruzione del sistema ferroviario Alta Velocità/Alta Capacità, previsto dalla legge 27 dicembre 2002, n. 289. Allo Stato fa capo, secondo le previsioni della citata legge, l'onere di integrare il servizio del debito nel caso di insufficienza dei

proventi generati dall'iniziativa. Nel marzo del 2005 Cassa depositi e prestiti spa ha effettuato la prima emissione di covered bond per 1 miliardo di euro, a valere su un portafoglio di crediti verso enti locali.

L'attività sanzionatoria

Nel corso dell'anno le proposte di irrogazione di sanzioni amministrative formulate dalla Banca d'Italia al Ministro dell'Economia e delle finanze sono state 63 (nel 2003 erano state 84) e hanno interessato esponenti di 46 banche, 3 SGR, 5 SIM, 7 intermediari finanziari dell'elenco speciale, un agente di cambio; una procedura sanzionatoria ha riguardato un caso di abuso di denominazione bancaria.

Le inosservanze più ricorrenti sono relative a disfunzioni nell'organizzazione amministrativa e nelle procedure di controllo interno; sono emerse altresì inesattezze nelle segnalazioni statistiche e, per le banche, errata informativa sulle posizioni ad andamento anomalo. Nell'ottobre del 2004, mediante una revisione dei criteri applicativi, è stata aumentata l'entità delle sanzioni al fine di accrescerne la funzione deterrente.

Il Ministro dell'Economia e delle finanze ha emanato 85 decreti sanzionatori (nell'anno precedente erano stati 65); numerosi decreti riguardano proposte formulate nel 2003. Le opposizioni alla Corte d'Appello – nella quasi totalità respinte – hanno riguardato 18 decreti.

I rapporti con l'Autorità giudiziaria e le Amministrazioni pubbliche. La prevenzione della criminalità economica

Nel 2004 sono notevolmente aumentate le richieste di collaborazione avanzate alla Banca d'Italia dalla Magistratura e dagli organi investigativi impegnati nella prevenzione e nella repressione di fatti di criminalità economica.

Le richieste di dati, informazioni e documenti sono state 715 (568 nel 2003). Le consulenze tecniche avviate per conto dell'Autorità giudiziaria penale sono state 28; le testimonianze rese nell'ambito di procedimenti penali sono state 59.

Le richieste più rilevanti hanno riguardato ipotesi di irregolarità nel collocamento e nella negoziazione di titoli o nell'offerta di prodotti finanziari innovativi da parte del sistema bancario.

I fatti di possibile rilievo penale emersi nell'ambito dell'attività di vigilanza hanno formato oggetto di 23 segnalazioni all'Autorità giudiziaria.

In relazione agli accordi di collaborazione in essere, 4 rapporti ispettivi sono stati trasmessi alla Direzione investigativa antimafia.

Alla Consob sono state indirizzate 26 segnalazioni in merito a irregolarità, rilevate nel corso dell'attività di vigilanza, nello svolgimento dei servizi di investimento da parte degli intermediari o nel comportamento dei promotori finanziari.

Per quanto concerne l'azione antiriciclaggio, l'apposito Comitato costituito presso il Ministero dell'Economia e delle finanze ha esaminato gli schemi dei regolamenti elaborati in attuazione del decreto legislativo 20 febbraio 2004, n. 56, di recepimento della seconda direttiva comunitaria in tema di prevenzione del riciclaggio (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sul 2003), destinati a disciplinare gli obblighi a carico degli intermediari finanziari, degli operatori non finanziari e dei professionisti.

Insieme all'UIC è stato definito un protocollo d'intesa in materia di valutazione delle operazioni sospette emerse nell'ambito dell'attività di vigilanza. Il protocollo, sottoscritto nel febbraio del 2005, agevola lo svolgimento delle rispettive funzioni anche alla luce delle modifiche introdotte dal D.lgs. n. 56/2004.

I positivi risultati della campagna di sensibilizzazione delle banche alla collaborazione attiva svolta nel 2003 hanno indotto a effettuare una analoga iniziativa nei confronti di SIM, SGR e intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale che, alla data del 31 ottobre 2004, non avevano inoltrato alcuna segnalazione di operazioni sospette.

Nell'azione di contrasto al finanziamento del terrorismo internazionale, sono state portate all'attenzione del Comitato di sicurezza finanziaria vicende emerse nell'attività di vigilanza e sono stati effettuati interventi volti a favorire, da parte degli intermediari, il trasferimento dei fondi congelati al Development Fund for Iraq.

L'azione di contrasto dei fenomeni di abusivismo bancario e finanziario si è avvalsa di nuovi strumenti che si affiancano alla collaborazione prestata agli organi investigativi; nel sito internet della Banca d'Italia è stata inserita un'apposita sezione recante informazioni sugli operatori abusivi individuati nell'ambito dei controlli effettuati.

Nell'anno sono pervenute 93 richieste (95 nel 2003) di elementi informativi per la risposta ad atti parlamentari relativi alle funzioni di vigilanza bancaria e finanziaria.

Le richieste si sono incentrate, in particolare, sulle questioni connesse con il collocamento da parte del sistema bancario di prodotti finanziari complessi e di titoli di paesi emergenti e con il costo dei servizi bancari e finanziari in Italia.

F – PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO

Lo sviluppo della concorrenza

In Italia dallo scorso decennio si sono realizzate condizioni favorevoli alla crescita della concorrenza nei mercati finanziari; vi hanno contribuito l'evoluzione dell'ordinamento giuridico, che ha posto le basi per la liberalizzazione e la privatizzazione del sistema bancario, l'integrazione crescente dei mercati e l'azione svolta dalla Banca d'Italia per la promozione e la tutela della concorrenza.

Ancor prima della legge 10 ottobre 1990, n. 287, la Banca d'Italia aveva operato per elevare il tenore competitivo dei mercati bancari attraverso gli strumenti di vigilanza regolamentare. Sono stati rimossi i vincoli all'operatività e all'espansione territoriale delle banche; è stato favorito lo sviluppo di nuovi canali di collocamento, rendendo più capillare l'offerta dei servizi bancari sul territorio; sono state sollecitate gestioni aziendali indirizzate all'efficienza.

La concorrenza contribuisce alla stabilità degli intermediari e del sistema nel suo complesso; incentiva le banche ad assumere comportamenti ispirati all'efficienza, contenendo i costi, sviluppando nuovi settori di attività, migliorando le procedure di selezione del credito. La Vigilanza opera affinché le pressioni concorrenziali stimolino la ricerca di più adeguati assetti organizzativi e patrimoniali, in un contesto di sana e prudente gestione.

Secondo il Rapporto annuale del Fondo monetario internazionale per il 2004, redatto ai sensi dell'articolo IV del proprio statuto, dai primi anni novanta il sistema bancario italiano ha sperimentato una profonda evoluzione. Il Rapporto ravvisa la crescita della concorrenza nella riduzione dei costi operativi delle banche, nell'incremento della produttività aziendale e nella contrazione del differenziale fra i tassi attivi e passivi; l'accresciuta stabilità del sistema trova riscontro nell'andamento degli indicatori di redditività e di adeguatezza patrimoniale.

Elemento fondamentale della disciplina del mercato è la trasparenza delle condizioni dei prodotti offerti dalle banche; essa induce gli intermediari a operare correttamente per consentire alla clientela l'assunzione di

scelte consapevoli. La disciplina sulla trasparenza bancaria tende a migliorare la qualità delle informazioni rese al pubblico e ad accrescere la comparabilità dei prodotti.

L'aumento delle pressioni concorrenziali ha determinato un intenso processo di concentrazione e di razionalizzazione organizzativa nel sistema bancario.

Negli ultimi dieci anni sono state realizzate oltre 450 operazioni di concentrazione (cfr. il capitolo: Struttura del sistema finanziario), in seguito alle quali, tenuto conto che hanno iniziato a operare 231 nuove banche italiane ed estere, il numero di soggetti bancari si è ridotto da 994 a 778. È migliorata l'efficienza operativa del sistema: la quota del margine di intermediazione assorbita dai costi operativi si è attestata, alla fine dello scorso anno, intorno al 58 per cento, un livello di nove punti più basso rispetto alla metà degli anni novanta e inferiore alla media dell'area dell'euro.

La riorganizzazione del sistema bancario non si è tradotta nella formazione di posizioni dominanti in ambito locale e, quindi, non ha comportato una riduzione della concorrenza. Gli indicatori rilevano l'ampliamento dei canali di commercializzazione dei prodotti, la riduzione del grado di concentrazione dei mercati locali e la redistribuzione delle quote di mercato.

Il numero medio di banche per provincia è salito, negli ultimi dieci anni, da 30 a 35 unità; a dicembre scorso erano circa 31 mila le dipendenze bancarie in Italia, oltre 7.500 unità in più rispetto all'inizio del periodo, pari a circa 5 insediamenti ogni 10.000 abitanti, in linea con quanto osservato nei principali paesi dell'area dell'euro.

L'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman, valutato su base consolidata, ha fatto registrare nei mercati regionali degli impieghi una riduzione di circa il 20 per cento rispetto ai livelli massimi della fine degli anni novanta; con riferimento ai mercati provinciali dei depositi, l'indice è diminuito del 12 per cento rispetto ai valori più elevati raggiunti lo scorso decennio.

Dalla seconda metà degli anni novanta, il livello medio annuo dell'indice di mobilità dei depositi, che registra lo spostamento complessivo di quote di mercato tra banche, a livello consolidato e al netto delle operazioni di concentrazione, è stato pari al 3,5 per cento. La mobilità delle quote sui mercati degli impieghi è risultata prossima al 5 per cento; in particolare, nel comparto dei mutui alle famiglie è pari al 5,3 per cento.

Nella gestione professionale del risparmio la mobilità delle quote di mercato risulta apprezzabile; nel comparto delle gestioni patrimoniali individuali il valore medio annuo dell'indice, nell'ultimo quinquennio, è stato superiore al 7 per cento.

Il tasso di interesse medio sui prestiti in Italia è allineato a quello dell'area dell'euro; alla fine del 2004, i tassi applicati alle erogazioni di nuovi prestiti di ammontare fino a 1 milione di euro – che approssimano le

condizioni praticate alle imprese di minore dimensione – si sono attestati, sia in Italia sia nell’area, al 4,1 per cento. Con riferimento alle erogazioni di nuovi prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, il tasso medio di interesse è risultato pari al 3,7 per cento, inferiore a quello medio dell’area.

Gli effetti della concorrenza si rilevano anche nella diffusione dell’innovazione di prodotto e nella riduzione dei costi unitari; affinché sia ulteriormente migliorata la qualità dell’offerta dei servizi al dettaglio, in primo luogo di quelli di pagamento e di gestione professionale del risparmio, tali effetti devono riflettersi sui prezzi praticati alla clientela.

Progressi nella direzione dello sviluppo di mezzi di pagamento alternativi al contante e dell’espansione delle infrastrutture di rete rendono possibile lo sfruttamento delle economie di scala che connotano il sistema dei pagamenti (cfr. la sezione H: La sorveglianza e l’offerta diretta di servizi di pagamento). Nel comparto della gestione professionale del risparmio la comparabilità dei prodotti e la conoscibilità dei rischi rafforzano il rapporto di fiducia che intercorre fra gli intermediari e la clientela.

La tutela della concorrenza

Dal 1990 sono state esaminate circa 750 operazioni di concentrazione e avviate 56 istruttorie, un numero elevato sia nel confronto internazionale di settore sia rispetto agli altri comparti di attività economica a livello nazionale. Le istruttorie hanno riguardato 23 concentrazioni, 28 intese e 5 ipotesi di abuso di posizione dominante. Le decisioni sono assunte tenendo conto del parere dell’Autorità garante della concorrenza e del mercato e dei principi elaborati a livello comunitario; la collaborazione con la Commissione europea si è sviluppata nella valutazione dei casi relativi al settore bancario europeo.

Con riferimento alle concentrazioni, i procedimenti hanno riguardato grandi gruppi bancari che, in alcuni casi, presentavano rilevanti sovrapposizioni delle reti distributive. In più della metà dei procedimenti istruttori, l’esame delle quote di mercato, degli indici di concentrazione dell’offerta e dell’andamento dei prezzi ha portato a imporre misure correttive, quali cessioni e chiusure di sportelli o divieti di aprire nuove succursali per determinati periodi.

L’azione della Banca d’Italia a tutela della concorrenza bancaria si avvale della base informativa di vigilanza e degli ulteriori elementi acquisiti nell’esercizio delle funzioni di vigilanza ispettiva; è crescente il contributo delle Filiali attraverso la conoscenza diretta delle realtà locali.

Nell'attività riguardante le intese, particolare attenzione è stata rivolta agli schemi contrattuali uniformi predisposti dall'associazione di categoria concernenti le operazioni e i servizi alla clientela.

Il principio che ha ispirato le valutazioni in tema di standardizzazione contrattuale è che essa può determinare effetti benefici sulla concorrenza nella misura in cui favorisce la trasparenza e la comparabilità dei prodotti. La standardizzazione è coerente con un equilibrio non collusivo purché non sia completa; assume, inoltre, specifico rilievo la condizione che essa non incida, direttamente o indirettamente, sui profili economici dell'offerta.

Specifiche istruttorie sono state dedicate agli accordi volti alla ripartizione dei mercati e agli scambi di informazioni tra gli intermediari. Nei casi in cui è stata accertata una grave restrizione della concorrenza si è disposta la cessazione dei comportamenti lesivi e, ricorrendone i presupposti stabiliti dalla legge, sono state comminate sanzioni pecuniarie.

Circa la metà delle istruttorie relative a intese ha interessato il sistema dei pagamenti, in cui la cooperazione tra gli operatori è motivata da esigenze tecniche riconducibili alle caratteristiche di rete dei servizi.

I principi applicati dalla Banca d'Italia – che hanno trovato ampio riscontro a livello internazionale – tengono conto del fatto che la cooperazione è funzionale ad assicurare la piena compatibilità delle diverse componenti del sistema dei pagamenti e la circolarità degli strumenti, conseguendo le economie di scala connesse con la prestazione di servizi che si avvalgono di infrastrutture di rete.

L'esame degli accordi riguardanti i servizi più diffusi ha richiesto di verificare la corrispondenza con i relativi costi delle commissioni che le banche si riconoscono vicendevolmente; in molti casi, al fine di incentivare l'efficienza e contenere i prezzi praticati alla clientela, è stata imposta la riduzione delle commissioni. Su impulso della Banca d'Italia è stata realizzata l'integrazione dei circuiti di pagamento bancario e postale ed è stato consentito l'accesso di Poste italiane alle principali procedure interbancarie.

Sono in corso approfondimenti per mantenere l'analisi della concorrenza coerente con l'evoluzione dell'attività bancaria e finanziaria; in tale ambito potrà essere presa in considerazione una revisione delle definizioni, geografiche e di prodotto, dei mercati rilevanti sinora adottate.

È in atto una continua modifica della produzione e della distribuzione dei servizi bancari; le nuove tecnologie, le esigenze della clientela e gli sviluppi della finanza accentuano il carattere di impresa multiprodotto della banca. L'analisi della concorrenza nei mercati dei depositi non può essere condotta separatamente da quella relativa ai settori

della gestione professionale del risparmio, considerati i rapporti di contiguità fra tali mercati e le caratteristiche dei prodotti che in essi vengono negoziati. Nell'ambito degli impieghi, i mercati si definiscono in relazione alla natura dei prenditori e alla dimensione delle imprese, a prescindere dalla forma tecnica dei finanziamenti.

Indagine conoscitiva sui servizi bancari e di intermediazione finanziaria. – In un mercato concorrenziale la clientela dovrebbe essere in grado di interrompere agevolmente i rapporti con la banca in ragione delle proprie specifiche esigenze. Comportamenti degli intermediari che, attraverso particolari modalità operative e l'applicazione di commissioni elevate, limitano la mobilità della clientela ricostituiscono aree di rendita che concorrono a mantenere alto il prezzo dei servizi al dettaglio.

I fattori che influenzano la mobilità della domanda hanno acquisito un rilievo crescente nelle valutazioni delle autorità che presiedono alla tutela della concorrenza; tra questi, rilevano i costi che la clientela sostiene per interrompere la relazione intrattenuta con un intermediario e avviare un nuovo rapporto con un altro. Vanno considerati, in particolare, i costi di accesso e di uscita dai servizi di una banca, i tempi necessari per cambiare intermediario e le ripercussioni su eventuali altri rapporti che il cliente intrattiene con la stessa banca (ad esempio: costi di apertura e/o di chiusura di un conto corrente o di un dossier titoli, commissioni per l'estinzione anticipata di un mutuo).

L'indagine conoscitiva sui servizi bancari e di intermediazione finanziaria, avviata nel dicembre scorso in coordinamento con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, intende accertare se sussistono elementi che restringono la concorrenza sotto forma di ostacoli alla mobilità della clientela; l'indagine si avvale del contributo delle Filiali della Banca d'Italia e della loro conoscenza dei contesti locali.

L'indagine fa seguito a una rilevazione condotta tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004 sulle condizioni economiche e contrattuali praticate per la chiusura del conto corrente, basata su un questionario compilato dalle banche (cfr. la sezione F: Promozione e tutela della concorrenza nel settore del credito nella Relazione sul 2003).

L'attività di tutela della concorrenza svolta nel 2004

Le concentrazioni. – Nel 2004 sono stati comunicati 27 casi di concentrazioni ai sensi della legge n. 287/1990; di essi, 9 non sono risultati rilevanti ai fini dell'applicazione delle regole di concorrenza. Le concentrazioni esaminate, riguardanti banche di modeste dimensioni, non hanno dato luogo all'avvio di istruttorie; l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha concordato con le valutazioni espresse dalla Banca d'Italia.

Le intese. – Nel 2004 e nei primi mesi dell'anno in corso sono state concluse 7 istruttorie. Di queste 3 hanno riguardato il sistema dei pagamenti; 2 procedimenti sono stati condotti su accordi locali per la ripartizione territoriale dei mercati e 2 su contratti uniformi predisposti dall'Associazione bancaria italiana (ABI).

L'istruttoria Pagobancomat. – L'istruttoria ha tratto origine dalla richiesta della Convenzione per la gestione del marchio Bancomat (Cogeban) di autorizzazione, in deroga al divieto di intese lesive della concorrenza, della commissione interbancaria multilaterale relativa al servizio Pagobancomat.

La commissione interbancaria multilaterale (interchange fee) viene corrisposta, per ogni operazione di pagamento che si avvale della carta Pagobancomat, dalla banca del commerciante alla banca che ha emesso la carta. Essa concorre a determinare, unitamente ad altri elementi, la commissione che il singolo esercente paga alla propria banca a fronte dei pagamenti che avvengono con la carta in questione (merchant fee).

Sulla base della metodologia definita dalla Banca d'Italia in precedenti istruttorie e di una rilevazione campionaria sui costi sostenuti dalle banche che emettono le carte Pagobancomat, Cogeban ha proposto una commissione interbancaria pari a 0,20 euro per operazione più lo 0,1039 per cento dell'importo pagato, valore inferiore a quello vigente nel 2003.

L'istruttoria ha accertato la congruità della commissione interbancaria proposta da Cogeban rispetto ai costi sostenuti dalle banche emittenti, tenuto conto dello sviluppo del circuito in termini di carte emesse, di utilizzo delle stesse e di diffusione nelle reti commerciali convenzionate. Le condizioni economiche applicate dalle banche agli esercenti si sono progressivamente ridotte nel corso degli ultimi anni e risultano differenziate tra loro.

A conclusione del procedimento, la Banca d'Italia ha autorizzato la commissione interbancaria per il Pagobancomat, frutto dell'intesa promossa da Cogeban, per un periodo di cinque anni. La decisione è conforme alle prassi seguite a livello internazionale dalle autorità di tutela della concorrenza. A Cogeban è stato fatto obbligo di presentare, entro il 1° luglio 2005, una nuova metodologia di calcolo della commissione interbancaria (provvedimento n. 49 del 1° luglio 2004).

L'istruttoria Norme per il funzionamento del servizio Pagobancomat. – Il procedimento ha riguardato, in primo luogo, gli schemi contrattuali uniformi predisposti da Cogeban per regolare i rapporti che le banche intrattengono con i commercianti e con i clienti portatori delle carte.

Alcune clausole degli schemi contribuivano a uniformare i contratti delle banche con i clienti in senso peggiorativo per questi ultimi. In particolare, esse riguardavano:

la previsione che le banche accreditassero ai commercianti gli importi delle transazioni con valuta riferita al primo giorno lavorativo successivo all'operazione; la possibilità per le banche di modificare unilateralmente le condizioni normative ed economiche in senso sfavorevole al cliente, comunicando le variazioni attraverso la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale.

Nel corso del procedimento Cogeban – su sollecitazione dalla Banca d'Italia – ha eliminato le previsioni potenzialmente lesive della concorrenza.

In seguito all'esposto di alcune società della grande distribuzione, il procedimento è stato esteso all'esame di una circolare, emanata da Cogeban nell'aprile del 2003, per la disciplina delle modalità di organizzazione e di funzionamento del circuito Pagobancomat. In particolare, la circolare stabiliva che, per motivi di sicurezza, ciascun esercizio commerciale fosse convenzionato con una sola banca; risultava preclusa agli esercenti la possibilità di indirizzare le operazioni di pagamento effettuate attraverso la carta Pagobancomat alla banca che, di volta in volta, aveva emesso la carta stessa (sistema multibanca).

I sistemi multibanca riproducono, nella sostanza, il meccanismo delle transazioni on us, che si realizza quando la banca emittente e la banca convenzionata con l'esercente coincidono; la generalizzazione di tale meccanismo non elimina i costi sostenuti dalle banche emittenti, ai quali è commisurata la commissione interbancaria, ma consente di ridurre quelli riferiti al trattamento informatico delle operazioni. Si è accertato che la realizzazione di sistemi multibanca può incentivare l'utilizzo delle carte e produrre benefici in termini di velocità di esecuzione delle operazioni e di valuta applicata.

Il procedimento ha richiesto un'attenta valutazione delle condizioni di sicurezza e di affidabilità del circuito e delle ragioni che hanno indotto Cogeban a emanare la circolare in questione. In particolare, è emerso che l'architettura attuale del circuito Pagobancomat, congegnata per ridurre al minimo il rischio di frodi, è stata parzialmente modificata nella tratta gestita dagli esercenti, attenuandone i presidi di sicurezza. Tuttavia, non è risultato che l'adozione di sistemi multibanca comporti un aumento del rischio di frodi e di uso improprio delle carte.

Cogeban ha anche proposto una soluzione – parzialmente coincidente con quella multibanca – incentrata sull'utilizzo di Point of sales (POS) più evoluti e sicuri, in grado sia di inviare le operazioni di pagamento verso più banche sia di individuare le responsabilità per eventuali violazioni della sicurezza sul POS stesso.

Il provvedimento della Banca d'Italia ha fatto obbligo a Cogeban di ritirare la circolare dell'aprile del 2003, in quanto espressione di un'intesa ai sensi della legge n. 287/1990, e di realizzare entro sei mesi un sistema orientato ai principi del multibanca (provvedimento n. 54 del 30 marzo 2005).

L'istruttoria CartaSi - American Express. – L'istruttoria è stata aperta per esaminare un accordo tra CartaSi spa e American Express Services Europe Ltd. finalizzato alla costituzione di un'impresa comune, denominata Iconcard, per la produzione e la distribuzione di carte di credito destinate a persone fisiche con reddito elevato e a piccole e medie imprese. Il procedimento è stato successivamente esteso ad altri due accordi relativi, rispettivamente, alle convenzioni con gli esercenti per l'accettazione delle carte American Express e al trattamento contabile e informatico dei dati relativi alle operazioni di pagamento.

L'istruttoria ha messo in evidenza che l'accordo, intervenendo tra il primo operatore nel mercato italiano delle carte di pagamento (CartaSi) e il leader mondiale nella produzione di carte destinate a una fascia alta di clientela (American Express) era restrittivo della concorrenza; esso risultava idoneo a ridurre gli incentivi per le parti ad assumere comportamenti reciprocamente competitivi e avrebbe determinato una barriera all'entrata nelle fasce di mercato presidiate dai due operatori.

L'accordo per l'accettazione delle carte American Express presso gli esercizi commerciali consisteva nell'utilizzo degli agenti di CartaSi, la cui attività avrebbe dovuto limitarsi al mero contatto con gli esercenti da convenzionare secondo i criteri definiti autonomamente da American Express. L'accordo avrebbe potuto, tuttavia, produrre effetti negativi sulle commissioni pagate dagli esercenti, poiché CartaSi, conoscendo le commissioni praticate da American Express, vi avrebbe potuto adeguare le proprie politiche commerciali.

Nel corso del procedimento è emerso che l'accordo sul trattamento informatico dei pagamenti, finalizzato a sfruttare le economie di scala proprie del settore, era congegnato in modo da evitare scambi informativi fra gli operatori interessati.

In seguito ai rilievi mossi dalla Banca d'Italia nel corso dell'istruttoria, CartaSi spa e American Express Services Europe Ltd. hanno modificato l'accordo relativo alla costituzione di Iconcard, eliminando gli aspetti critici dal punto di vista concorrenziale; la cooperazione tra le parti è stata circoscritta a una limitata gamma di prodotti (quattro tipi di carte) e a un segmento del mercato che presenta notevoli potenzialità di sviluppo e di guadagni, tali da incentivare comunque l'ingresso di nuovi operatori.

Il procedimento si è concluso con il rilascio di un'autorizzazione in deroga al divieto di intese lesive della concorrenza, valida fino a tutto il 2007, per la costituzione dell'impresa comune Iconcard; è stato, invece, disposto il diniego dell'autorizzazione per l'accordo relativo all'attività di convenzione degli esercenti, mentre è stato dichiarato non restrittivo della concorrenza l'accordo concernente le attività informatiche (provvedimento n. 52 del 30 luglio 2004). L'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha adottato un analogo provvedimento.

Le istruttorie Federazione piemontese delle banche di credito cooperativo/Banca di Credito Cooperativo di Boves e Federazione marchigia-

na delle banche di credito cooperativo/Banca di Credito Cooperativo di Ostra Vetere. – Le due istruttorie, che hanno tratto origine da informazioni acquisite nell’ambito dell’attività ispettiva di vigilanza, hanno riguardato comportamenti delle Federazioni regionali delle banche di credito cooperativo del Piemonte e delle Marche e delle aziende associate, funzionali alla ripartizione dei mercati.

Il procedimento concernente la Federazione piemontese delle banche di credito cooperativo e la BCC di Boves ha esaminato un protocollo di intenti sottoscritto dalle aziende aderenti alla Federazione, che prevedeva un ampio scambio di informazioni relativamente allo sviluppo territoriale delle banche. L’istruttoria nei confronti della Federazione marchigiana delle banche di credito cooperativo e della BCC di Ostra Vetere si è incentrata su un regolamento della Federazione in materia di espansione territoriale delle associate, finalizzato a evitare sovrapposizioni di sportelli.

Le istruttorie hanno accertato che le Federazioni regionali svolgevano un ruolo di coordinamento suscettibile di limitare l’autonomia delle banche nelle determinazioni relative al loro sviluppo territoriale. L’analisi del tenore competitivo dei mercati interessati e le sovrapposizioni territoriali riscontrate nell’ambito delle banche di credito cooperativo hanno messo in evidenza che le fattispecie in questione non hanno comunque prodotto significative restrizioni della concorrenza; tale circostanza ha indotto a non prevedere sanzioni pecuniarie. È stato disposto, inoltre, che venisse meno lo scambio di informazioni tra Federazioni regionali e banche associate (provvedimenti n. 50 e n. 51 del 5 luglio 2004).

L’istruttoria ABI: condizioni generali di contratto per l’utilizzo delle carte di credito e per i servizi di investimento. – L’istruttoria è stata avviata a seguito della notifica, da parte dell’ABI, di schemi di contratto relativi all’utilizzo delle carte di credito e all’offerta di servizi di investimento, concordati con alcune organizzazioni di tutela dei consumatori.

Il procedimento si è concentrato su alcune clausole che presentavano elementi di criticità sul piano competitivo; in particolare, sono state esaminate le previsioni che attribuivano alle banche la facoltà di modificare unilateralmente le condizioni contrattuali (*ius variandi*), comunicando le variazioni attraverso la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, e di farsi rilasciare dal cliente, nell’ambito del servizio di gestione di portafogli d’investimento, un’autorizzazione *una tantum* per il compimento di operazioni in conflitto d’interessi.

Lo ius variandi e la comunicazione impersonale delle modifiche contrattuali unilaterali, come disciplinati dall’ABI, avrebbero potuto ritardare la conoscenza, da parte

del cliente, di eventuali nuove condizioni, ostacolando il confronto con l'offerta di altri operatori. Le clausole sul conflitto d'interessi prevedevano che l'informazione fosse fornita dall'intermediario al cliente all'inizio del rapporto, per l'intera durata dello stesso; pertanto, le situazioni insorte successivamente sarebbero rimaste escluse dall'informativa.

In seguito a specifici rilievi formulati dalla Banca d'Italia, l'ABI ha modificato gli schemi contrattuali oggetto dell'esame istruttorio; in particolare, è stata eliminata la clausola relativa allo *ius variandi* e riformulata quella sul conflitto di interessi, prevedendo un aggiornamento periodico dell'informativa resa dalla banca al cliente e la possibilità, per quest'ultimo, di revocare l'autorizzazione data preventivamente. In ragione di queste modifiche, gli schemi contrattuali non sono risultati restrittivi della concorrenza (provvedimento n. 53 del 12 novembre 2004). Un provvedimento analogo è stato adottato dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

L'istruttoria ABI: condizioni generali di contratto per la fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie. – L'istruttoria è stata avviata in seguito alla notifica, da parte dell'ABI, dello schema di contratto relativo alla “fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie” (cosiddetta fideiussione *omnibus*), concordato con alcune organizzazioni di tutela dei consumatori.

Lo schema disciplina la garanzia fornita dal fideiussore a beneficio di qualunque obbligazione, presente e futura, del debitore. La garanzia, di importo massimo predefinito, è esigibile a semplice richiesta scritta della banca, potendo il fideiussore opporre alla banca stessa le eccezioni spettanti al debitore solo dopo aver eseguito il pagamento (clausola “a prima richiesta”).

Specifiche clausole prevedevano, inoltre, che il garante rimanesse obbligato, dopo la scadenza del debito, nei confronti della banca, pur non avendo quest'ultima proposto le proprie istanze entro i termini indicati dal codice civile. Altre clausole disponevano che la garanzia non venisse meno anche di fronte a vicende che potevano determinare l'obbligo di restituzione delle somme percepite dalla banca (clausole di “sopravvivenza”).

Nel corso dell'istruttoria è emersa l'importanza della clausola “a prima richiesta”, necessaria a garantire l'accesso ai finanziamenti per soggetti, famiglie e piccole imprese, privi di merito di credito. Tale valutazione trova conferma nel raffronto con le esperienze estere e in quanto previsto nelle regole sui requisiti patrimoniali delle banche definite dal Comitato di Basilea, che considerano la clausola essenziale ai fini del riconoscimento delle garanzie personali come strumenti di attenuazione del rischio.

Per le clausole di rinuncia ai termini previsti dal codice civile e di “sopravvivenza” della fideiussione non si è rinvenuto un forte nesso di strumentalità alla concessione

del credito; si è riconosciuto che il loro scopo precipuo era quello di addossare al fideiussore le conseguenze negative derivanti dall'inosservanza degli obblighi di diligenza della banca ovvero dall'invalidità o inefficacia dell'obbligazione principale e degli atti estintivi della stessa.

L'istruttoria ha appurato l'uniformità dei comportamenti contrattuali delle banche, con specifico riferimento alle clausole idonee a determinare, per il fideiussore, un trattamento deteriore rispetto alla disciplina ordinaria. Tuttavia, la clausola "a prima richiesta" è stata ritenuta essenziale all'assolvimento della funzione economica della fideiussione e, in quanto tale, non lesiva della concorrenza; le altre clausole esaminate dovranno essere eliminate dallo schema predisposto dall'ABI (provvedimento n. 55 del 2 maggio 2005).

I procedimenti comunitari nel settore bancario

La cooperazione tra le autorità nazionali di tutela della concorrenza e la Commissione europea si è ampliata con la recente costituzione della rete di collegamento denominata European Competition Network (ECN), prevista dal Regolamento del Consiglio 16 dicembre 2002, n. 1/2003. La rete è funzionale a garantire l'applicazione uniforme delle regole di concorrenza comunitarie da parte delle autorità nazionali a tutti gli accordi e comportamenti che possono pregiudicare le relazioni commerciali tra gli Stati membri.

La rete si avvale di un circuito informatico, nel quale le autorità nazionali e la Commissione sono obbligate a inserire – con gli opportuni presidi di sicurezza – sia informazioni di carattere generale sia specifici documenti relativi ai procedimenti avviati ai sensi degli articoli 81 e 82 del Trattato CE. Per assicurare un'applicazione coerente delle regole di concorrenza, le autorità degli Stati membri sono automaticamente private della loro competenza qualora la Commissione avvii un procedimento sul medesimo caso.

Per il corretto funzionamento del meccanismo di collaborazione, tutte le autorità nazionali hanno sottoscritto una dichiarazione d'intenti per il rispetto dei principi posti a base dell'European Competition Network. La Banca d'Italia partecipa sia all'esame dei casi che coinvolgono soggetti bancari sia alla realizzazione dei progetti di riforma della normativa presentati dalla Commissione.

Il 2 giugno del 2004 la Commissione europea ha adottato una decisione nei confronti del Gruppo Clearstream, che svolge le attività di compensazione e di liquidazione delle transazioni in titoli in Germania, per un abuso di posizione dominante consistente nel "rifiuto di prestare servizi" e nella "applicazione di prezzi discriminatori" nei confronti di un concor-

rente estero. L'istruttoria ha verificato che il diniego opposto per più di due anni da Clearstream a Euroclear di accedere alla procedura informatica giudicata essenziale per le negoziazioni di titoli azionari tedeschi e la discriminazione sul piano dei prezzi praticati non trovavano giustificazioni oggettive. Pertanto, al termine del procedimento, la Commissione ha ritenuto che Clearstream abbia abusato della propria posizione dominante e, pur non irrogando sanzioni pecuniarie, ha vietato per il futuro analoghi comportamenti.

Nei mesi di luglio e di agosto del 2004 la Commissione europea ha dato notizia dell'avvio di due procedimenti, tuttora in corso, relativi a intese potenzialmente lesive della concorrenza nel mercato dei servizi di pagamento.

Il primo procedimento riguarda l'associazione bancaria francese Groupement des cartes bancaires, che gestisce l'omonimo circuito di pagamento, e delle nove principali banche francesi, che compongono il Comitato di direzione dell'associazione stessa. In particolare, vi sarebbe stato un accordo per limitare l'emissione di carte di pagamento con funzioni innovative da parte di intermediari concorrenti a costi più bassi per i consumatori.

Il secondo procedimento verte sulle regole di partecipazione all'associazione Visa International e, in particolare, sulla possibilità di accedere al circuito Visa da parte di soggetti che gestiscono sistemi di carte di pagamento concorrenti.

G – LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

In questo capitolo la Banca d'Italia dà conto dell'attività di supervisione svolta in attuazione della Parte III del Testo unico della finanza.

È proseguita nel 2004 la tendenza internazionale al consolidamento e al miglioramento qualitativo dei sistemi di negoziazione, regolamento e garanzia di strumenti finanziari, anche mediante un più intenso impiego di nuove tecnologie. Progredisce la realizzazione di progetti di unificazione delle piattaforme tecnologiche e di armonizzazione delle regole operative.

Il London Stock Exchange (LSE) è stato oggetto di due successive proposte di acquisto, da parte di Deutsche Börse e di Euronext. La prima offerta è stata poi ritirata per il mancato sostegno degli azionisti della borsa tedesca; Euronext ha reso noto un progetto per l'integrazione del LSE nel proprio modello federativo.

Nello scorso mese di aprile il New York Stock Exchange (NYSE) ha annunciato l'intenzione di addivenire a un'integrazione con Archipelago, società di Chicago quotata in borsa che gestisce una delle principali piattaforme telematiche di negoziazione degli Stati Uniti; l'iniziativa potrebbe preludere alla quotazione del NYSE e all'ulteriore sviluppo delle modalità di contrattazione elettronica. Nello stesso mese il NASDAQ ha comunicato di avere concluso le trattative con Reuters per l'acquisto di Instinet, importante circuito di contrattazione di titoli azionari.

Nel gennaio scorso il gruppo Euroclear ha concentrato il controllo dei depositari centrali francese (Euroclear France), olandese (Euroclear Nederland), inglese (CrestCo) e del depositario internazionale Euroclear Bank presso la nuova entità Euroclear sa/nv, a cui fa capo anche la proprietà della piattaforma tecnologica del gruppo. Con il nuovo assetto, l'attività di custodia è stata separata dalla gestione dell'infrastruttura e dalla detenzione di partecipazioni, funzioni accentrate in precedenza in Euroclear Bank.

Nel novembre scorso gli azionisti del depositario centrale svedese e di quello finlandese hanno trasferito il controllo dei due organismi a una nuova società, la NCSD; l'integrazione tecnologica fra i due sistemi è prevista in una fase successiva.

È stato avviato il processo di privatizzazione della borsa di Varsavia, la più importante per capitalizzazione tra quelle dei paesi recentemente entrati nell'Unione europea.

Le aggregazioni tra società di gestione delle strutture che compongono la filiera produttiva dei mercati finanziari mirano a realizzare economie, di

scala e di gamma; possono sollevare problemi sotto il profilo della concorrenza; devono comunque assicurare la rispondenza a obiettivi di complessiva efficienza dei mercati e dei sistemi, offrendo all'utenza eque condizioni di accesso e livelli adeguati dei servizi, definendo trasparenti ed equilibrate forme di governo societario.

La competizione tra i gestori dei sistemi di negoziazione si indirizza in misura crescente verso l'offerta di servizi agli investitori istituzionali; si rafforza l'interesse degli information provider internazionali per l'acquisizione di piattaforme elettroniche che consentono l'accesso diretto alle contrattazioni da parte della propria clientela.

Tra i circuiti di scambio rivolti agli investitori istituzionali operanti in Europa nel comparto obbligazionario si segnalano, oltre al mercato regolamentato BondVision gestito da MTS spa, TradeWeb, MarketAxess e BondTrader. Il più importante di questi, TradeWeb, è stato acquisito nel 2004 dall'information provider Thomson Financial e integra ora la propria offerta con servizi di informazione e con l'accesso a banche dati. MarketAxess, piattaforma di negoziazione per investitori istituzionali su titoli corporate e dei mercati emergenti, ha stretto un'alleanza strategica con il broker ICAP per offrire ai propri clienti la possibilità di accedere al mercato all'ingrosso Brokertec, specializzato negli scambi di titoli di Stato. Il circuito BondTrader beneficia di un'ampia copertura geografica grazie alla distribuzione dei suoi servizi da parte di Bloomberg.

Le potenzialità offerte dallo sviluppo tecnologico e la standardizzazione dei prodotti negoziati favoriscono l'introduzione del trading elettronico anche nel comparto dei derivati over-the-counter. Cresce il ricorso degli operatori alle controparti centrali, che offrono l'anonimato nelle contrattazioni, una più efficiente gestione del rischio di inadempimento e la possibilità di compensare le posizioni su base multilaterale.

Nel gennaio scorso la Wiener Börse ha esteso al mercato azionario a pronti il servizio di controparte centrale attraverso un organismo di nuova istituzione, la Central Counterparty Austria, controllata congiuntamente al depositario centrale Österreichische Kontrollbank.

I sistemi italiani di trading e di post-trading hanno ulteriormente ampliato la gamma dei servizi offerti e potenziato le infrastrutture operative e tecnologiche. Questi progressi assumono particolare rilievo nella prospettiva di una partecipazione attiva alla integrazione dei mercati europei.

Ha preso avvio e si è consolidato il nuovo sistema di liquidazione Express II, che ha sostituito la Liquidazione dei titoli gestita dalla Banca d'Italia. È entrata a regime l'estensione ai mercati a pronti dell'attività di controparte centrale svolta dalla Cassa di compensazione e garanzia.

Sul mercato dei depositi interbancari e-MID, la nuova piattaforma telematica rende più flessibili le modalità di contrattazione e facilita l'offerta di nuovi prodotti.

La MTS spa ha condotto, con l'ausilio di un consulente, una valutazione delle proprie prospettive. È emersa l'esigenza di alleanze strategiche, anche in considerazione dei processi di consolidamento in atto tra i sistemi di negoziazione; numerose manifestazioni di interesse sono pervenute da parte di società-mercato, di broker e di provider internazionali di servizi finanziari.

L'incremento dei risultati di bilancio conseguiti dalle società italiane di trading e di post-trading ha riflesso l'avvio dei nuovi servizi.

Alla fine del 2004 il gruppo MTS, il gruppo Borsa Italiana e l'e-MID spa avevano 494 dipendenti (479 nel 2003).

I ricavi sono cresciuti dell'8,6 per cento, raggiungendo 265 milioni di euro. La diffusione dell'informativa di mercato ha contribuito per 41 milioni (36 nel 2003); quella relativa a prestazioni in favore degli emittenti (quotazione e gestione degli eventi societari) per 24 milioni (23,6 nel 2003), quella riguardante i servizi resi agli intermediari per 200 milioni (184 nel 2003). Nell'ambito di questi ultimi, il peso dei servizi per il post-trading è cresciuto nell'anno dal 29,2 al 40,6 per cento, tenuto conto in particolare dell'avvio di Express II.

Il valore aggiunto – calcolato come differenza tra il totale dei ricavi e i costi per acquisto di beni e servizi – si è attestato a 137 milioni (116,5 nel 2003). L'utile netto è passato da 20,6 nel 2003 a 27,4 milioni nel 2004; il patrimonio, calcolato prima della distribuzione stimata degli utili, è risultato pari a 261 milioni, in flessione del 3,7 per cento rispetto all'anno precedente.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE E IL QUADRO NORMATIVO

La cooperazione internazionale

L'internazionalizzazione delle attività svolte dagli intermediari e dagli investitori e il crescente utilizzo di piattaforme elettroniche per l'accesso multilaterale ai servizi accentuano l'esigenza di cooperazione fra autorità di diversi paesi per migliorare, attraverso l'armonizzazione delle regole e dei comportamenti, l'efficienza e la stabilità dei mercati.

L'insufficiente armonizzazione, se non la contraddittorietà, delle normative e delle prassi di vigilanza può favorire, attraverso l'arbitraggio regolamentare, la concentrazione dei rischi nei comparti meno presidiati. Le segmentazioni – normative, operative, organizzative – tra i sistemi di negoziazione, regolamento e garanzia delle transazioni finanziarie rendono d'altronde più complessa e costosa l'attività cross-border e cross-systems degli intermediari e degli investitori "globali", limitando i potenziali benefici, in termini di efficienza, dell'integrazione finanziaria.

La cooperazione si realizza principalmente attraverso la definizione di principi, standard e raccomandazioni. Si fa ampio ricorso a regole condivise dalla comunità finanziaria, con il riconoscimento delle prassi migliori prevalenti tra gli operatori.

Le autorità dei singoli paesi sono responsabili della verifica dell'aderenza ai principi internazionali e dell'eventuale adeguamento dei propri ordinamenti. Il rispetto delle prescrizioni viene ulteriormente incentivato – oltre che attraverso la sanzione indiretta dei mercati – dall'attività di sorveglianza che le istituzioni internazionali, in particolare il Fondo monetario internazionale (FMI), realizzano nell'ambito di specifici programmi.

Nel quadro della cooperazione tra autorità si collocano anche forme di coordinamento ad hoc nella gestione di specifici casi di operatività cross-border che danno luogo a situazioni di anomalia nel funzionamento dei sistemi di contrattazione, regolamento e garanzia.

All'inizio del mese di agosto un primario intermediario ha posto in essere – sui circuiti gestiti dal gruppo MTS, sulla piattaforma spagnola Sedaf e su quella greca HDAT – una inusuale attività che ha avuto ripercussioni sulla liquidità dei mercati dei titoli di Stato europei (cfr. il capitolo: La supervisione sui sistemi di negoziazione). Le autorità di vigilanza dei vari paesi interessati si sono scambiate informazioni e valutazioni sulla dinamica dei fatti.

Nel novembre scorso sono state pubblicate le *Recommendations for Central Counterparties* approvate dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G10) e dalla International Organization of Securities Commissions (Iosco): esse mirano ad assicurare che le controparti centrali controllino rigorosamente i rischi che assumono e conferiscano efficienza e trasparenza alla propria attività e al funzionamento dei mercati in cui operano.

Le controparti centrali garantiscono il buon fine delle transazioni interponendosi tra gli originari contraenti. L'interposizione permette di sostituire le relazioni contrattuali fra i singoli negozianti con un unico rapporto di ciascuno di questi ultimi con la controparte centrale; a condizione che questa prenda rigorose misure di contenimento dei rischi, ne traggono beneficio, attraverso il netting, i partecipanti al mercato e, attraverso la più razionale ed efficiente gestione del rischio di inadempimento, il sistema nel suo complesso. Le Recommendations for Central Counterparties indicano i presidi per il controllo dei rischi e le garanzie da acquisire; sollecitano assetti organizzativi e di governo societario improntati alla trasparenza e a un'adeguata attenzione agli interessi dell'utenza; richiedono che gli operatori e le autorità valutino attentamente i benefici e i costi dell'introduzione della controparte centrale in un mercato.

Nell'ambito dell'attività delle banche centrali del G10 è stato pubblicato il Rapporto *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems*. Il documento contiene alcuni principi generali per lo svolgimento della funzione di sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento, nonché linee guida per la cooperazione tra autorità (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*).

Le linee guida che presiedono alla sorveglianza su base cooperativa dei sistemi operanti in più paesi e in più valute sono state fissate nel 1990 nel Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del G10. Tali principi hanno efficacemente operato fino a oggi; peraltro, la necessità di tenere conto del mutato contesto ne ha suggerito l'aggiornamento. La loro applicazione si estende ora a un ambito più ampio, che comprende tra l'altro i sistemi di regolamento dei titoli e le controparti centrali; sono meglio definiti i compiti della banca centrale a cui compete la responsabilità primaria di sorvegliare il sistema; viene sottolineata l'importanza della consultazione tra la banca centrale e le altre autorità impegnate.

Dopo gli eventi dell'11 settembre 2001 le autorità di supervisione dei maggiori paesi sottopongono a un approfondito e periodico scrutinio le procedure di continuità operativa predisposte dalle strutture che gestiscono funzioni vitali per il sistema finanziario, tenendo conto di scenari che includono anche disastri di ampia portata. L'esigenza di un confronto delle iniziative nazionali in materia è accentuata dalla crescente interdipendenza dei sistemi e dalla rilevanza delle implicazioni competitive degli oneri richiesti per presidiare adeguatamente i rischi.

Nel quadro del Financial Sector Assessment Program, l'FMI ha avviato, nel 2004, le procedure per valutare la rispondenza dei mercati finanziari

italiani e delle relative infrastrutture agli standard internazionali in materia di regolamentazione, vigilanza, organizzazione e funzionamento; il rapporto finale è atteso per i primi mesi del 2006.

La normativa comunitaria

In Europa procede la definizione del quadro giuridico per il mercato integrato dei servizi finanziari, che dal maggio dello scorso anno deve tenere conto dell'allargamento dell'Unione europea ai nuovi Stati membri.

All'inizio del 2005 risultavano assunte 39 delle 42 misure previste nel Piano d'azione dei servizi finanziari. La Commissione europea ha avviato una consultazione pubblica e ha costituito gruppi di esperti per delineare la strategia da seguire in materia di mercati finanziari nella fase successiva al completamento del Piano.

È stato sottoposto a consultazione un documento che esamina i risultati conseguiti con la semplificazione del processo di formazione della normativa comunitaria (cosiddetta Procedura Lamfalussy), a distanza di circa quattro anni dalla sua definizione.

A parere della Commissione la preparazione della legislazione europea sui mercati dei titoli appare ora più trasparente; è stata rafforzata la cooperazione fra le istituzioni; la produzione normativa risulta accelerata e migliorata qualitativamente. Il documento sottolinea l'importanza di imperniare le direttive su regole e principi generali e di evitare una regolamentazione di secondo livello eccessivamente prescrittiva.

Dopo l'approvazione della direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 relativa ai mercati degli strumenti finanziari (cosiddetta MiFID), proseguono in ambito comunitario i lavori per la sua attuazione.

Il Committee of European Securities Regulators (CESR) tra gennaio ed aprile ha espresso il proprio parere su diciassette specifici aspetti della normativa, concernenti fra l'altro la trasparenza dei mercati e l'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente (cosiddetta best execution).

Nell'ottobre dello scorso anno il Consiglio direttivo della BCE e il CESR hanno approvato gli *Standard SEBC – CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea*, predisposti da un gruppo costituito congiuntamente dalle banche centrali e dalle autorità di controllo dei mercati mobiliari dell'Unione europea.

Gli Standard costituiscono la trasposizione in ambito europeo delle *Recommendations for Securities Settlement Systems* pubblicate dal Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) della Banca dei regolamenti

internazionali (BRI) e dallo Iosco: rispetto a queste ultime, che si indirizzano a una platea di sistemi caratterizzati da gradi diversi di sviluppo, le prescrizioni europee definiscono regole più stringenti; si pongono l'obiettivo di perseguire l'integrazione dei mercati finanziari nell'ambito dell'Unione; implicano l'impegno da parte delle autorità nazionali a riferirsi a esse nell'esercizio della propria attività regolamentare e di vigilanza e a promuoverne, ove necessario, il recepimento negli ordinamenti giuridici nazionali.

In materia di contenimento dei rischi di credito e operativi gli Standard prevedono indicazioni aggiuntive rispetto alle Recommendations. L'eventuale erogazione di finanziamenti da parte del depositario centrale ai propri partecipanti dovrà essere esclusivamente volta a facilitare il funzionamento dei sistemi di regolamento e di custodia; dovrà inoltre essere garantita, associata a limiti di esposizione e di durata e basata su una rigorosa valutazione del merito creditizio della controparte. Ove possibile, il regolamento della transazione dovrà aver luogo in moneta della banca centrale. L'attività di depositario centrale dovrà essere separata da quella di controparte centrale; la continuità operativa sarà perseguita attraverso previsioni stringenti in materia di tempi di ripartenza, siti alternativi, requisiti organizzativi.

Il gruppo SEBC-CESR è ora impegnato nella definizione della metodologia da seguire per la valutazione dell'aderenza dei singoli sistemi alle prescrizioni, nonché per l'eventuale applicazione di alcune previsioni alla banche che svolgono attività di custodia e di regolamento degli strumenti finanziari in misura sistemicamente rilevante; esso ha inoltre iniziato la trasposizione nel contesto europeo delle Recommendations CPSS-Iosco for Central Counterparties.

A fine luglio si è conclusa la consultazione pubblica sulla comunicazione della Commissione europea in materia di clearing e settlement. È emerso un prevalente orientamento a favore di una direttiva che definisca un quadro comune di regolamentazione e vigilanza. Unanimità di consensi si è registrata sulla necessità di promuovere la concorrenza e sulla costituzione di gruppi di esperti, anche del settore privato, incaricati di seguire la rimozione delle barriere all'integrazione.

Su iniziativa della Commissione sono stati creati tre gruppi di esperti: il Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group (Cesame), il Fiscal Compliance Group e il Legal Certainty Group. Il gruppo Cesame segue il processo di rimozione delle barriere all'integrazione individuate nei due "rapporti Giovannini". Il Fiscal Compliance Group ha l'obiettivo di proporre interventi di armonizzazione delle legislazioni fiscali. Il Legal Certainty Group esamina gli ostacoli di natura legale allo sviluppo delle operazioni transfrontaliere (quali il trattamento dei diritti relativi ai titoli detenuti presso un intermediario e le differenze nelle norme in materia di trasferimento dei diritti e della proprietà dei titoli).

Le iniziative della Commissione tengono conto dei lavori in corso a livello internazionale. L'Istituto internazionale per l'unificazione del diritto privato (Unidroit) ha diffuso una bozza di Convenzione sulla disciplina armonizzata relativa ai titoli detenuti da un intermediario: l'obiettivo è di rendere omogenei alcuni elementi di diritto sostanziale applicabili al deposito e al trasferimento transfrontaliero degli strumenti finanziari.

L'attività normativa in Italia

La Banca d'Italia ha emanato, nello scorso ottobre, le Linee guida per la continuità di servizio dei mercati all'ingrosso e dei sistemi di supporto; a esse devono attenersi, a partire dal 2007, le società che gestiscono le principali infrastrutture di negoziazione, regolamento e garanzia.

L'emanazione delle linee guida si colloca nell'ambito delle iniziative assunte, in accordo con la Consob, per rafforzare i presidi di sicurezza del sistema finanziario italiano. È affermata la necessità di promuovere piani di continuità operativa in grado di fronteggiare crisi di ampia portata, attraverso la fissazione di parametri di riferimento per i singoli servizi. Particolare attenzione è riservata alle funzioni definite vitali: gestione accentrata, riscontro e rettifica giornaliera, regolamento, compensazione e garanzia degli strumenti finanziari, mercato dei depositi interbancari e dei pronti contro termine in titoli di Stato.

Il piano di continuità descrive i presidi e le procedure da attivare in situazioni di emergenza, quali le attività conseguenti alla dichiarazione dello stato di crisi, l'iter per la ripresa dell'operatività, le modalità di comunicazione con le autorità, con gli altri operatori e con il pubblico. Specifiche indicazioni sono riservate all'eventualità che la crisi coinvolga attività esternalizzate e i rapporti di fornitura riguardanti servizi di pubblico utilizzo. È richiesta l'assunzione di misure volte a ridurre la probabilità di blocco contemporaneo dell'attività dei siti primari e secondari.

In attuazione del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, che ha recepito la direttiva CE 19 maggio 1998, n. 26 (cosiddetta *Settlement Finality Directive*) sono stati emanati due specifici Provvedimenti del Governatore.

La direttiva prevede che, nell'ambito dei sistemi di pagamento e di regolamento titoli designati dalle autorità nazionali, le operazioni cosiddette definitive non possono essere pregiudicate dall'applicazione, al partecipante insolvente, di una procedura fallimentare.

Il Provvedimento del 9 giugno 2004 disciplina le modalità di alimentazione presso la Banca di appositi elenchi dei partecipanti ai sistemi designati, italiani ed esteri. L'Istituto ha l'esclusiva competenza in Italia per la ricezione delle notizie sull'avvio all'estero di procedure d'insolvenza e per la comunicazione alle corrispondenti autorità degli Stati membri e alla BCE dell'apertura in Italia di questo genere di procedure.

Il Provvedimento del 18 giugno 2004 ha revocato la designazione della Liquidazione dei titoli, sostituita da Express II; è stato inoltre designato il servizio di trasferimento di titoli svincolato dal trasferimento di contante (cosiddetti franco pagamento) effettuato dalla Monte Titoli nell'ambito del servizio di gestione accentrata.

Lo scorso mese di marzo la Banca ha rilasciato alla Consob la propria intesa su alcune modifiche al Regolamento 11768/98 in materia di gestione accentrata concernenti, fra l'altro, le modalità di esercizio del diritto di intervento in assemblea e l'abolizione del registro dei vincoli.

Le fondazioni bancarie sono state ammesse a BondVision in seguito a una modifica del decreto di autorizzazione del mercato.

LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI NEGOZIAZIONE

In un contesto di bassa volatilità dei corsi azionari e obbligazionari, i volumi di negoziazione sui mercati finanziari internazionali sono risultati in crescita rispetto al 2003. Sono aumentate le contrattazioni su piattaforme elettroniche, che si affermano anche in nuovi segmenti di attività come efficiente modalità per lo scambio di strumenti finanziari.

L'ammontare delle contrattazioni è ulteriormente cresciuto nelle principali borse azionarie, sebbene resti ancora inferiore ai livelli raggiunti nel 2000: nei paesi del Gruppo dei Sette, l'aumento nell'anno è stato in media del 25 per cento. Significativo sviluppo hanno registrato le negoziazioni in strumenti derivati sui mercati regolamentati, sia su tassi di interesse (30 per cento) sia su indici azionari (23 per cento). La ricomposizione dei portafogli obbligazionari, che ha fatto seguito alla graduale risalita dei tassi di riferimento statunitensi, è stata favorita dalla forte domanda di attività a lungo termine da parte degli investitori istituzionali.

Sull'MTS è proseguita, per il terzo anno consecutivo, la diminuzione degli scambi sul comparto a pronti; le negoziazioni su quello dei pronti contro termine e sul circuito dedicato agli investitori istituzionali (BondVision) hanno invece continuato a mostrare elevati tassi di crescita. Il modello MTS trova applicazione anche nei nuovi paesi dell'Unione; la società continua a perseguire una strategia di alleanze con operatori attivi in altri segmenti di mercato.

Alla fine del 2004 utilizzavano la piattaforma telematica gestita dall'MTS spa 13 circuiti nazionali ed EuroMTS, il mercato pan-europeo per i titoli benchmark. Sulla base di un accordo stipulato con il gestore polacco CeTo ha iniziato a operare a novembre MTS Poland, dove si negoziano titoli in zloty. È stata avviata con la società inglese Atfox la creazione di una piattaforma elettronica per il mercato degli swaps.

Lo sviluppo di BondVision ha trovato forte impulso nella crescita degli aderenti esteri; l'offerta dei prodotti quotati è stata estesa ai titoli di Stato emessi dai paesi dell'Europa orientale e agli ETF su titoli di Stato. È stato ampliato il novero degli indici obbligazionari calcolati sulle quotazioni dell'EuroMTS; un numero crescente di operatori utilizza tali indicatori come benchmark di riferimento per i mercati obbligazionari europei.

Sull'e-MID i volumi scambiati sono cresciuti, grazie in particolare all'aumento delle negoziazioni overnight e alla maggiore attività degli operatori non residenti; continua a registrarsi una forte variabilità nei volumi del

circuito e-Mider dove si negoziano gli swap sul tasso Eonia. Nello scorso mese di gennaio è stata avviata dall'e-MID la nuova piattaforma Trade Impact, caratterizzata da un'architettura modulare che consente l'offerta di nuovi servizi e più elevati livelli di efficienza.

Con la nuova piattaforma sarà possibile accedere alle negoziazioni mediante internet e Bloomberg, oltre che con il tradizionale canale offerto dalla rete SIA. Gli aderenti potranno inserire più proposte, di offerta e di domanda. Sarà introdotto, a beneficio principalmente delle banche di dimensioni medio-piccole, un ulteriore profilo di operatore, abilitato esclusivamente ad accettare le proposte formulate dagli altri intermediari (e-MID light).

Tra i progetti da realizzare con la nuova piattaforma figurano l'avvio di segmenti di mercato nei paesi dell'Europa orientale e l'introduzione, alla partenza di TARGET 2, del servizio straight-through-processing anche per gli aderenti non italiani.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. – La diminuzione dei volumi non ha inciso sulla liquidità e sull'efficienza del comparto, che ha registrato un'ulteriore, lieve riduzione del differenziale denaro-lettera. Malgrado la contrazione del numero dei partecipanti, si mantiene elevata la competizione tra gli operatori; cresce il numero degli strumenti quotati e degli aderenti che utilizzano la controparte centrale; si estende l'attività di contrattazione nei giorni precedenti l'emissione (grey market).

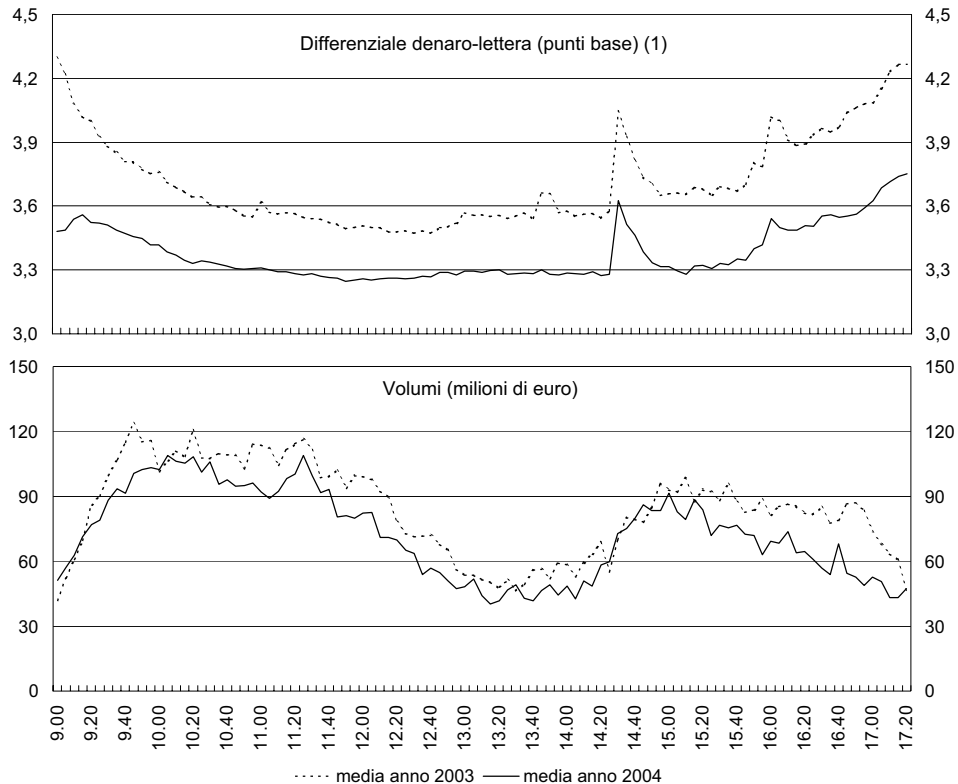
La minore attività in titoli di Stato sulle piattaforme inter-dealer può essere ricondotta in larga parte alla bassa volatilità dei prezzi; si sono ulteriormente contratti i margini derivanti dall'attività di market making. Continua lo spostamento di una parte dei partecipanti, soprattutto di minore dimensione, verso i circuiti gestiti dai grandi intermediari internazionali e verso quelli rivolti agli investitori istituzionali, caratterizzati da minori costi di adesione e da crescente liquidità e trasparenza.

Tra il 2003 e il 2004 i volumi medi giornalieri sul comparto a pronti dell'MTS sono passati da 8.400 a 7.500 milioni di euro, con un calo dell'11 per cento. Il 58 per cento degli scambi è riconducibile agli operatori esteri (cfr. nell'Appendice la tav. aG1). Nello stesso periodo la quota degli strumenti a breve termine (BOT e CTZ) è aumentata dal 17 al 22 per cento, mentre quella dei CCT è scesa dal 28 al 22.

Il differenziale medio denaro-lettera si è ridotto da 3,7 a 3,5 centesimi. La distribuzione nel corso della giornata dello spread e dei volumi negoziati conferma l'elevata liquidità del mercato in tutte le fasi orarie delle contrattazioni; una momentanea riduzione interviene solo tra le 14,30 e le 16,00 allorché sono diffusi dati e commenti afferenti l'economia americana (fig. G1).

Fig. G1

MTS: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA E VOLUMI SCAMBIATI
(andamenti infragiornalieri)



(1) Dall'analisi vengono eliminate le quotazioni con spread superiore a 200 punti base.

La diminuzione del numero di intermediari che partecipano all'MTS si inserisce in una tendenza generale che si sta registrando anche in altre piattaforme inter-dealer europee. La concentrazione per aderente e per strumento finanziario si è tuttavia ulteriormente ridotta per la maggiore competizione tra gli operatori principali del mercato.

Nel corso del 2004 il numero dei partecipanti all'MTS è sceso da 141 a 130 (di cui 90 italiani); gli operatori principali si sono ridotti da 33 a 31. È stata introdotta la figura dell'operatore principale sul comparto dei BOT, che ha visto l'adesione di 6 banche italiane. L'intervento risponde a esigenze di maggiore flessibilità del mercato, segnala la volontà di conferire maggiore liquidità ai titoli meno trattati, indica un'evoluzione verso la specializzazione per tipologia di titoli negoziati.

La quota dei primi 5 intermediari (di cui 3 italiani) è stata pari al 30 per cento (39 nel 2003); quella dei primi 10 al 51 per cento (63 nel 2003). Anche la distribuzione degli scambi sui diversi strumenti finanziari indica una maggiore dispersione dell'attività: i primi 5 titoli hanno rappresentato il 15 per cento (22 nel 2003), i primi 10 il 26 per cento (35 nel 2003).

Il contributo all'efficienza del mercato secondario apportato dagli operatori specialisti in titoli di Stato, in termini di differenziale denaro-lettera, volumi scambiati, numerosità dei titoli quotati e trattati, si è mantenuto su livelli elevati. Il Ministero dell'Economia e delle finanze ha rivisto i criteri per la loro valutazione, dando maggiore rilievo ai profili qualitativi del loro comportamento.

Nell'ambito della collaborazione fornita dalla Banca d'Italia al Ministero è stato introdotto, a partire dal gennaio del 2005, un nuovo parametro che consente di apprezzare il contributo all'efficienza complessiva del mercato degli operatori che quotano quantità superiori a quelle medie, con differenziali denaro-lettera più contenuti.

L'attività sul grey market ha registrato un'ulteriore crescita. La differenza tra i prezzi di mercato e quelli di aggiudicazione delle aste è risultata sovente negativa: il fenomeno è riconducibile, in larga parte, alla forte competizione in atto tra gli operatori specialisti in relazione alla valutazione del loro comportamento in asta da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze.

Gli scambi sul grey market sono passati da 37.900 milioni del 2003 a 65.300 dell'anno successivo. Si è confermata la tendenza alla concentrazione degli scambi nel giorno d'asta: la maggior parte delle negoziazioni ha riguardato i BOT, i cui volumi hanno rappresentato il 25 per cento delle relative emissioni; l'analoga quota per i BTP è stata del 20 per cento. Nelle aste dei nuovi BTP benchmark, il fenomeno del sovrapprezzo è stato particolarmente significativo per i titoli decennali e quinquennali.

Il Tesoro italiano ha intensificato le emissioni di titoli legati all'inflazione, che rispondono all'esigenza dei fondi pensione e delle assicurazioni di garantire un rendimento reale alla propria clientela.

Il loro valore nominale in circolazione ammontava a 29 miliardi di euro alla fine di dicembre, a 37 miliardi alla fine del marzo 2005, pari rispettivamente al 2,4 e al 3 per cento del debito italiano; gli scambi medi giornalieri hanno raggiunto 63 milioni di euro nel 2003 e 175 milioni nell'anno successivo. Nel 2004 sono stati quotati sull'MTS due nuovi BTP con queste caratteristiche, aventi scadenze a 10 e 30 anni.

Gli scambi effettuati sull'MTS per mezzo delle controparti centrali sono ammontati al 9 per cento del totale, in diminuzione rispetto all'11 del 2003 per il recesso di due importanti operatori esteri, solo in parte compensato nei volumi dall'ingresso di nuovi intermediari (tra cui 4 italiani).

Il comparto dei pronti contro termine. – La crescita dei volumi sull'MTS/PCT è risultata in linea con quella complessiva riscontrata nel comparto repo europeo. Si è rafforzata la correlazione tra il tasso Eurepo e quello del contratto general collateral sui titoli di Stato italiani; i rendimenti sui contratti special repo hanno segnalato efficacemente le condizioni di liquidità prevalenti sui singoli titoli nel mercato secondario.

L'aumento degli scambi trova spiegazione nel trasferimento sulla piattaforma elettronica di parte dell'operatività conclusa attraverso il tradizionale canale telefonico e nel maggior impegno delle banche a contenere l'esposizione al rischio di credito. Ha contribuito anche l'estensione, dopo l'avvio di Express II, dell'orario di negoziazione sulle scadenze con valuta nello stesso giorno. L'attività continua a essere concentrata sulle durate più brevi, articolandosi nell'arco della giornata secondo schemi operativi ormai consolidati.

Gli scambi medi giornalieri sull'MTS/PCT hanno superato i 55 miliardi di euro (49 nel 2003), con punte di 75 miliardi nel mese di maggio (cfr. nell'Appendice la tav. aG2). Il mercato dei pronti contro termine in Europa – secondo quanto riportato nell'indagine periodica condotta dall'International Securities Market Association (ISMA) – è aumentato del 14 per cento nel 2004.

Le negoziazioni si sono ancora prevalentemente concentrate sul segmento general collateral (57 per cento, 61 nel 2003), ma l'aumento maggiore si è registrato nello special repo, anche a seguito dell'intensificarsi delle coperture delle posizioni sul mercato a pronti.

Nel corso del 2004 il termine per le contrattazioni sulla scadenza overnight è stato progressivamente esteso dalle ore 9,15 fino alle 16,00. Le negoziazioni sono considerevolmente cresciute facendo registrare una media giornaliera di oltre 1.000 milioni di euro (45 nel 2003); nel primo trimestre del 2005 sono più che raddoppiate, superando i 2.300 milioni. I volumi su tale scadenza hanno rappresentato il 2 per cento delle transazioni totali, quelle sulle scadenze spot-next e tom-next, rispettivamente, il 76 e il 20 (75 e 23 nel 2003).

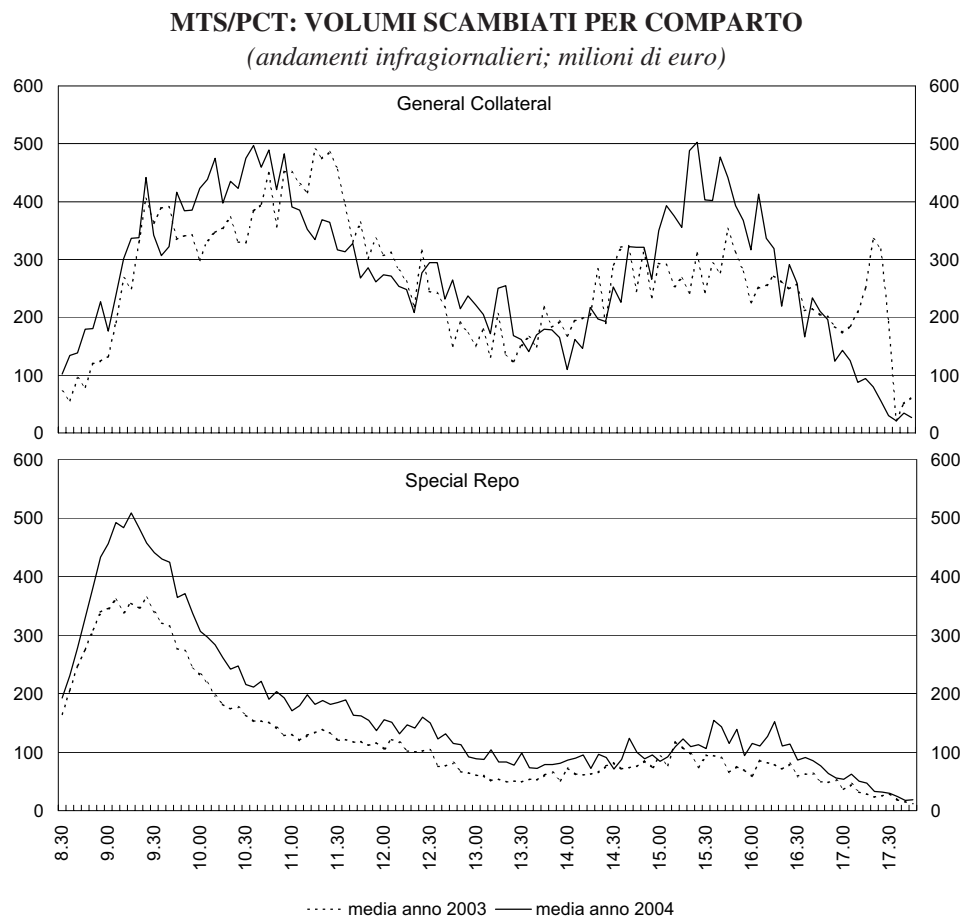
Il contributo che il segmento special repo offre all'efficiente funzionamento del sistema di regolamento si manifesta nell'aumento di attività registrato all'inizio della giornata operativa, allorché trovano sistemazione le transazioni non regolate nel ciclo notturno di Express II. La distribuzione infragiornaliera del general collateral mostra invece un incremento dei volumi nelle ore pomeridiane, in analogia con quanto avviene per la scadenza overnight sull'e-MID (fig. G2).

Malgrado la leggera flessione del numero degli aderenti, la concentrazione degli scambi per operatore è risultata pressoché invariata rispetto al 2003. L'attività degli investitori istituzionali è stata piuttosto contenuta; la quota delle negoziazioni effettuate tramite le controparti centrali è cresciuta significativamente con l'adesione al servizio di alcune grandi banche italiane.

Il numero dei partecipanti all'MTS/PCT è diminuito di 10 unità, passando a 182; 87 aderiscono in via remota. I 5 intermediari più attivi hanno scambiato il 33 per cento del totale (34 nel 2003), i primi 10 il 52 per cento (54 nel 2003). L'attività degli 11 investitori istituzionali ha rappresentato l'8 per cento del mercato, concentrata per oltre la metà in un solo grande operatore.

Nel primo trimestre del 2005, con l'adesione di 3 ulteriori intermediari italiani, il volume delle negoziazioni effettuate mediante controparte centrale è aumentato significativamente, passando al 19 per cento dal 6 del 2004.

Fig. G2



I differenziali tra i tassi e-MID e i corrispondenti tassi repo sull'MTS/PCT, che riflettono l'utilità e il costo della garanzia in titoli, crescono sensibilmente all'aumentare della durata del contratto.

Il differenziale medio tra i tassi dei depositi interbancari e quelli dei contratti general collateral di analoga scadenza è stato pari a -0,2 punti base sull'overnight, 0,4 sul tom-next, 1,4 sullo spot-next, 3,3 sulla settimana e 5,5 per la durata a un mese. Le analisi indicano che, per i contratti con durata un giorno, i costi operativi della costituzione di garanzie, pur contraendosi rispetto agli anni passati, restano più elevati della riduzione del rischio di controparte.

Il tasso sui contratti special repo ha segnalato efficacemente, con valori a volte negativi, le tensioni sul mercato secondario. Nella maggior parte dei casi, esse sono state causate da scarsità di titoli con peculiari caratteristiche e dalla ridotta propensione degli investitori istituzionali a eseguire operazioni di prestito.

I fenomeni si sono manifestati anche su strumenti finanziari oggetto di operazioni di concambio o di riacquisto da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze. In occasione dell'emissione del nuovo BTP quinquennale nel gennaio del 2005, la difficoltà di reperimento ha determinato per alcuni giorni un numero significativo di transazioni non eseguite nel sistema di regolamento Express II; i tassi sul mercato sono tornati su livelli fisiologici solo dopo una nuova offerta del titolo da parte del Ministero.

Il mercato BondVision. – Nel suo terzo anno di attività il mercato regolamentato che collega via internet, con un meccanismo di asta competitiva, banche, gestori del risparmio, assicurazioni ha segnato una crescita sostenuta; sono aumentate le contrattazioni sui titoli di Stato benchmark dell'area dell'euro. La trasparenza e l'economicità di connessione costituiscono i principali fattori alla base della diffusione della piattaforma tra gli operatori.

I volumi medi giornalieri sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente, passando da 680 a 1.300 milioni di euro. I BTP hanno rappresentato il 29 per cento (37 nel 2003), i BOT il 10 per cento (7 nel 2003), i CCT il 14 per cento (19 nel 2003), i CTZ il 6 per cento (6 nel 2003) e i titoli degli altri paesi dell'area dell'euro il 41 per cento (31 nel 2003).

Alla fine del 2004 gli aderenti erano 198 (159 nel 2003): quelli in accesso remoto, soprattutto investitori istituzionali, sono aumentati da 111 a 145; i market maker da 29 a 32. Sui primi 5 operatori si è concentrato il 19 per cento delle negoziazioni, sui primi 10 il 35 per cento.

Gli operatori principali tendono a offrire agli investitori istituzionali condizioni particolarmente favorevoli; i prezzi a cui vengono conclusi i contratti su BondVision si collocano spesso all'interno del differenziale denaro-lettera presente sull'MTS nello stesso momento.

EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – La creazione di nuovi comparti per la negoziazione di strumenti finanziari legati all'inflazione e dei titoli di Stato europei a breve termine non ha impedito una forte contrazione dell'attività complessiva sull'EuroMTS; gli scambi sui titoli governativi emessi dai paesi di minori dimensioni non hanno raggiunto livelli significativi di liquidità. Anche sugli altri mercati gestiti dal gruppo MTS i volumi hanno registrato sensibili diminuzioni.

I volumi medi giornalieri su EuroMTS sono stati pari a 1.445 milioni di euro, contro i 2.400 del 2003. I titoli italiani hanno rappresentato il 26 per cento del totale (17 nel 2003); quelli dei principali paesi europei (italiani, tedeschi, francesi e spagnoli) il 57 per cento (54 nel 2003). Le negoziazioni su strumenti finanziari emessi dagli altri paesi sono rimaste sostanzialmente invariate, anche se in corso d'anno sono entrati a far parte del listino i titoli di Danimarca, Lituania, Repubblica Ceca, Slovacchia, Svezia e Ungheria.

Ad eccezione di MTS/Finland e MTS/Greece, tutte le piattaforme di negoziazione nazionali sono state interessate da una flessione di attività, in particolare MTS/Spain (50 per cento), MTS/Deutschland (35 per cento), MTS/Amsterdam (31 per cento) e MTS/France (30 per cento).

I volumi sui titoli non governativi del circuito EuroMTS sono diminuiti da 1.470 a 890 milioni di euro. Le negoziazioni su questa tipologia di strumenti finanziari continuano a essere effettuate prevalentemente su base bilaterale o su circuiti di scambio diversi da quelli regolamentati. Le transazioni medie giornaliere sull'MTS/Corporate sono state pari a 115 milioni di euro (93 milioni nel 2003), quasi interamente concentrati su titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti.

L'attività over-the-counter (OTC). – L'analisi del complesso delle negoziazioni di un campione di intermediari ha confermato, anche per il 2004, che la maggior parte degli scambi sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani viene effettuata sull'MTS; il processo di formazione dei prezzi beneficia della maggiore trasparenza ed efficienza del mercato regolamentato.

La rilevazione è stata condotta su un campione di 14 intermediari (di cui 7 residenti in Italia), la cui operatività rappresenta oltre il 50 per cento di quella svolta sull'MTS. Rispetto all'attività complessiva in titoli di Stato italiani, le transazioni in contanti sono state effettuate per il 37 per cento sull'OTC e per il restante 63 per cento sull'MTS. Il canale telefonico ha continuato a rappresentare la modalità prevalente di negoziazione sull'OTC (88 per cento del totale), in particolare per gli intermediari italiani; maggiore è stato l'utilizzo di sistemi elettronici tra gli operatori esteri.

Le negoziazioni in pronti contro termine su titoli italiani sono state effettuate per il 34 per cento sull'OTC e per il 66 sull'MTS; gli operatori residenti in Italia sono maggiormente attivi sul mercato regolamentato (84 per cento), mentre per quelli esteri prevalgono le negoziazioni OTC (63 per cento). I contratti di durata superiore a una settimana rappresentano il 17 per cento dell'attività OTC, a fronte di volumi estremamente contenuti sull'MTS.

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

La liquidità del mercato ha beneficiato di un consistente incremento dei volumi negoziati e di un aumento della partecipazione di grandi operatori esteri. Gli spread denaro-lettera si sono mantenuti su valori molto contenuti, anche in rapporto a quelli del segmento OTC.

L'incremento dei volumi (16 per cento) si è realizzato pressoché interamente sulla scadenza overnight, in linea con la tendenza che si riscontra nel mercato monetario dell'area dell'euro (cfr. nell'Appendice la tav. aG3). All'aumento hanno contribuito la messa a regime del nuovo sistema di regolamento Express II e le modifiche intervenute nell'assetto operativo della politica monetaria.

Le contrattazioni medie giornaliere si sono attestate a 20.500 milioni di euro (17.800 milioni nel 2003), il 90 per cento delle quali sull'overnight; nel primo trimestre del 2005 sono salite a 22.300 milioni. Sul comparto in dollari la media giornaliera è passata nell'anno da 1.400 a 1.570 milioni di dollari.

L'ulteriore riduzione della quota degli scambi di depositi con durata superiore a un giorno scaturisce dalla maggiore attenzione degli intermediari al contenimento del rischio di credito, che per tali scadenze spinge a preferire contratti con garanzie in titoli.

L'avvio di Express II sembra aver determinato un incremento dei volumi sull'e-MID. Si registra in particolare una intensificazione delle negoziazioni all'inizio della giornata operativa, prevalentemente per l'impiego di liquidità rinveniente dal regolamento del ciclo notturno di Express II, e nel tardo pomeriggio, allorché viene appostata la riserva per il giorno successivo.

L'utilizzo da parte dell'Eurosistema di operazioni di rifinanziamento principale di durata settimanale (dalle precedenti due settimane) ha portato a una più veloce circolazione della liquidità e a una sua più intensa redistribuzione fra gli intermediari.

L'incremento degli aderenti all'e-MID è riconducibile ai soggetti esteri che accedono al mercato in via remota; ne è conseguita un'ulteriore espansione del segmento large deal, dove è previsto un lotto minimo di negoziazioni di 100 milioni di euro. Il grado di concentrazione degli scambi rimane contenuto, sostanzialmente in linea con quanto si osserva sul mercato monetario dell'area dell'euro.

Alla fine del 2004 partecipavano all'e-MID 186 intermediari (183 nel 2003); come negli anni scorsi, l'incremento degli aderenti esteri in accesso remoto (passati da 52 a 65) ha più che compensato la diminuzione degli intermediari italiani. I primi 10 operatori per volume scambiato hanno rappresentato il 28 per cento del totale e il 42 nel large deal. Questo segmento ha rappresentato il 45 per cento del mercato (36 nel 2003) con volumi medi giornalieri di 8.850 milioni di euro; l'attività degli operatori esteri è ulteriormente cresciuta e rappresenta oltre il 78 per cento di quella complessiva (64 per cento nel 2003).

Situazioni di tensione – contrassegnate da decisi cali dei volumi e da incrementi dei differenziali denaro-lettera – si sono verificate in corrispondenza delle giornate di chiusura dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, soprattutto nei primi mesi successivi all'introduzione del nuovo assetto operativo di politica monetaria. Nella seconda parte dell'anno, il più frequente ricorso a interventi di *fine-tuning*, unitamente a modifiche delle informazioni fornite al mercato da parte dell'Eurosistema sulle riserve bancarie nell'area dell'euro, ha consentito di contenere la volatilità infragiornaliera del tasso overnight, in particolare negli ultimi giorni del periodo di mantenimento.

La deviazione standard del tasso overnight, misurata su base infragiornaliera, è passata da 0,24 nel periodo gennaio 2003-maggio 2004 a 0,09 nel periodo giugno 2004-marzo 2005.

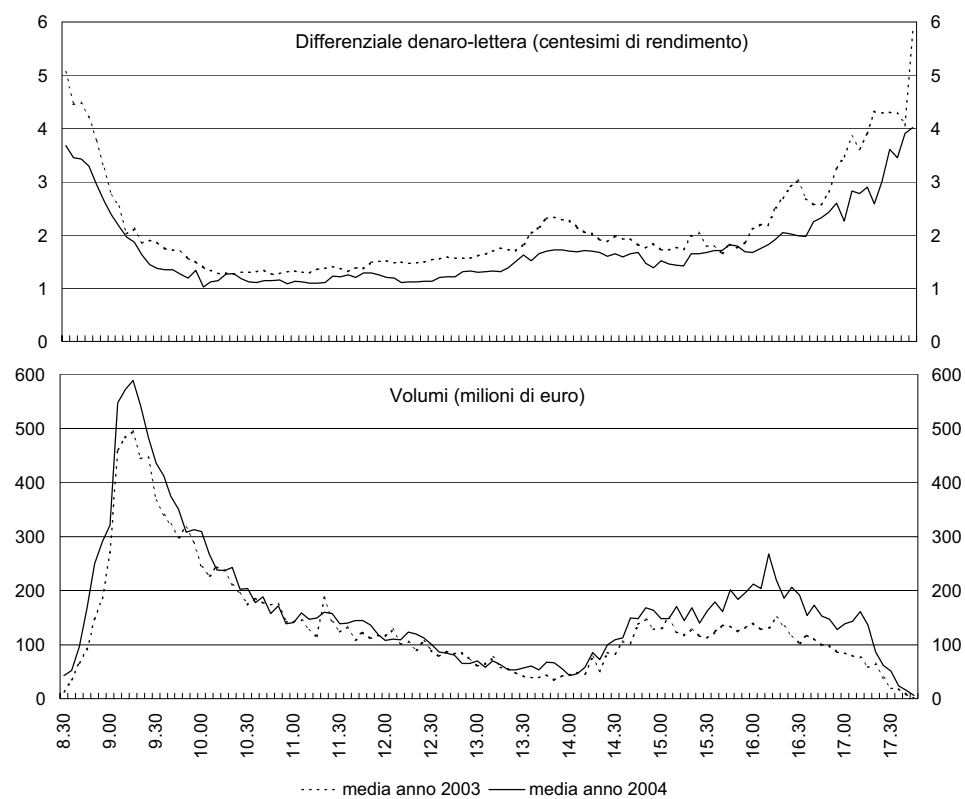
Il differenziale denaro-lettera sulla scadenza overnight è rimasto contenuto anche nelle fasi operative caratterizzate da ridotti volumi di negoziazione

(fig. G3). Il rendimento rilevato sull'e-MID rappresenta un efficiente indicatore infragiornaliero delle condizioni di liquidità dell'intera area dell'euro.

Il differenziale denaro-lettera mostra il tradizionale andamento a "U" con un allargamento all'inizio e alla fine della giornata operativa: i valori medi sono compresi tra uno e due centesimi di punto percentuale nella fascia oraria che va dalle 9,00 alle 16,30. La distribuzione infragiornaliera dei volumi continua a risentire delle modalità operative delle tesorerie bancarie che tendono a concentrare la loro attività all'inizio della giornata.

Fig. G3

**e-MID: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA E VOLUMI
SCAMBIATI SULLA SCADENZA OVERNIGHT**
(andamenti infragiornalieri)



Interventi di vigilanza

Nell'ambito dell'attività di controllo sui sistemi di negoziazione, sono stati esaminati i documenti inviati dalle società di gestione ai sensi delle Istruzioni di vigilanza e verificati gli adempimenti più rilevanti per l'ordinato funzionamento dei mercati; si sono tenuti incontri con gli esponenti aziendali.

Sono state oggetto di approfondimento, in particolare, le relazioni annuali sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi. Ai gestori dei mercati è stato chiesto di predisporre un documento di pianificazione dei lavori per l'adeguamento alle Linee guida per la continuità di servizio emanate dalla Banca.

Sono stati effettuati 15 interventi nei confronti delle società di gestione, anche attraverso contatti telefonici finalizzati a verificare la correttezza delle analisi delle anomalie rilevate e a seguire la loro tempestiva risoluzione. Gli incontri con gli esponenti aziendali sono stati otto; hanno consentito di acquisire informazioni sull'attività di pianificazione e di approfondire aspetti organizzativi e tecnologici relativi ai sistemi. La Banca ha vagliato 50 richieste di adesione ai mercati vigilati da parte di operatori esteri, in prevalenza relative a BondVision; in 23 casi sono stati attivati i previsti canali informativi con le competenti autorità di vigilanza dei paesi interessati.

Occasioni di confronto con i principali operatori dei mercati vigilati sono: la partecipazione al Comitato consultivo per il mercato italiano previsto dallo statuto di MTS spa, le riunioni mensili con gli operatori specialisti in titoli di Stato presso il Ministero dell'Economia e delle finanze, i periodici incontri con i rappresentanti degli intermediari più attivi sul mercato monetario.

La Banca ha fornito il proprio parere al Ministero dell'Economia e delle finanze e alla Consob sulle modifiche ai regolamenti dell'MTS, di BondVision e dell'MTS/Corporate, nonché allo statuto di MTS spa.

Le novità hanno riguardato, fra l'altro, la riduzione dei requisiti patrimoniali per l'ammissione all'MTS e all'MTS/Corporate di alcune categorie di operatori nel caso di utilizzo, anche indiretto, dei servizi di controparte centrale, nonché l'introduzione su tali mercati della facoltà di operare anche in nome proprio e per conto di altri soggetti ammessi alle negoziazioni. Lo scorso mese di gennaio l'assemblea degli azionisti di MTS spa, avvalendosi delle opportunità offerte dal nuovo diritto societario, ha deliberato l'adozione di un sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico.

Il 2 agosto un primario intermediario estero ha posto in essere un'anomala attività di negoziazione in titoli di Stato dell'area dell'euro realizzando, in un breve arco temporale, una rilevante operazione di vendita, seguita da un parziale riacquisto, sui circuiti nazionali gestiti dal gruppo MTS, in particolare su quello italiano, sulla piattaforma spagnola Sedaf e su quella greca HDAT.

Dopo aver accumulato gradualmente una significativa posizione "lunga" sul mercato a pronti e contestualmente una "corta" in contratti futures sul Bund, scambiati su Eurex, l'intermediario ha attuato una strategia di trading finalizzata a trarre profitto dall'elevato spessore dei mercati del gruppo MTS. Nel giorno scelto in base alle aspettative di un aumento dei prezzi, la posizione in future è stata gradualmente chiusa (acquistando contratti) per poi procedere, nel più breve tempo possibile, alla vendita dei titoli di Stato accumulati nei giorni precedenti. Un ruolo importante nella strategia ha avuto la realizzazione di una procedura informatica in grado di colpire pressoché simultaneamente le proposte presenti sui circuiti MTS.

Intorno alle ore 11,29 l'intermediario ha venduto in pochi secondi titoli di Stato per un ammontare di 11,4 miliardi di euro (1,6 miliardi in BTP su MTS Italia). Intorno alle 12,25 ha riacquistato titoli per circa 3,8 miliardi (700 milioni in BTP) al fine di neutralizzare il rischio risultante dalla posizione corta determinata dalle vendite in eccesso effettuate con la prima operazione.

Sul mercato regolamentato italiano il differenziale medio denaro-lettera è salito, in corrispondenza di tale operatività, a 6 punti base; il totale delle quantità visibili nelle prime cinque migliori proposte è sceso da 9 a 2 miliardi di euro. Il mercato si è dimostrato comunque capace di assorbire volumi consistenti in un ristretto lasso temporale; il prezzo del BTP benchmark decennale, dopo aver perso circa venti centesimi, si è mosso in linea con il contratto future sul Bund; il giorno successivo al 2 agosto le negoziazioni non hanno fatto registrare particolari anomalie nei differenziali e nei volumi scambiati; la liquidazione dei contratti, avvenuta il 5 agosto, si è svolta regolarmente.

L'operazione – inusuale per dimensioni e concentrazione nel tempo – si inseriva in una strategia finalizzata a trarre vantaggio dal più elevato livello di liquidità e spessore che caratterizza i mercati del gruppo MTS rispetto a quelli dei future sul Bund e sul Bobl (Eurex). La possibilità per un operatore di vendere o acquistare sull'MTS, in un determinato momento, un ammontare molto ampio di titoli senza provocare effetti significativi sul prezzo discende, in larga parte, dalla microstruttura del mercato, circuito quote driven con obblighi di quotazione, molto diversa da quella di Eurex, circuito order driven ad asta continua.

I sistemi di tipo quote driven sono definiti dalla presenza di market maker che si impegnano a esporre in via continuativa e contemporanea prezzi in acquisto e vendita; le contrattazioni sono concluse con immediatezza attraverso l'accettazione delle quotazioni da parte dei dealer. In un sistema order driven tutti i partecipanti immettono ordini con un'indicazione di prezzo sul sistema di negoziazione, il quale provvede a incrociare le proposte in acquisto con quelle in vendita.

Sulla vicenda sono tuttora in corso indagini condotte, oltre che dallo stesso MTS, da organi giudiziari e autorità di vigilanza italiani ed europei.

LA SUPERVISIONE SUI SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

Nel settore del post-trading il 2004 si è caratterizzato per l'avvio di servizi di rilievo strategico. A gennaio la Monte Titoli ha completato l'attivazione di Express II; dall'agosto scorso la Cassa di compensazione e garanzia agisce come controparte centrale anche sui mercati gestiti dall'MTS, congiuntamente con la francese LCH.Clearnet.

Monte Titoli e Cassa sono impegnate ad adeguare i propri sistemi a integrare con la prevista piattaforma condivisa in TARGET 2. L'Eurosistema ha definito procedure armonizzate per il rapporto di quest'ultima con i sistemi cosiddetti ancillari, quali i servizi di liquidazione e le controparti centrali (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*).

I servizi di gestione accentrata

L'attività di gestione accentrata degli strumenti finanziari svolta dalla Monte Titoli ha mostrato una crescita consistente; la società si è confermata terza per valore di titoli gestiti, tra gli omologhi organismi europei.

Alla fine del 2004 il valore di mercato dei titoli depositati presso Monte Titoli ammontava a 2.215 miliardi di euro, con un incremento dell'8,4 per cento rispetto all'anno precedente. Lo stesso aggregato per il gruppo Euroclear è stato pari a 13.100 miliardi di euro e per Clearstream International a 7.600 miliardi, rispettivamente in aumento del 10,2 e del 3,5 per cento rispetto al 2003.

In valore nominale gli strumenti finanziari accentrati presso il depositario italiano sono saliti, nell'anno, da 1.643 miliardi di euro a 1.740; quelli gestiti attraverso collegamenti con i depositari centrali esteri sono aumentati da 12 a 16 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. aG4).

Le specie di titoli accentrati sono diminuite da 40.176 a 38.401 per la contrazione dei warrant, ridotti di 5.132 unità. Si mantiene elevata l'attività nelle operazioni caratteristiche della gestione accentrata: è aumentato del 10,6 per cento il valore delle operazioni relative a eventi societari (pagamento di interessi e dividendi, interventi sul capitale e rimborsi), pari a 113,3 miliardi; il numero delle disposizioni di trasferimento di titoli sui conti del sistema, 1,6 milioni, è diminuito dell'1,7 per cento.

È proseguita la tendenza al calo del numero di intermediari che aderiscono al depositario centrale italiano.

Tra il 2003 e il 2004 i depositanti sono passati da 473 a 421: sono diminuite le banche da 253 a 223, le SIM da 30 a 23, gli agenti di cambio da 5 a 3 e i soggetti esteri da 11 a 5. È cresciuto, da 1.396 a 1.546, il numero degli emittenti che partecipano al sistema. È ulteriormente aumentato, da 157 alla fine del primo trimestre del 2004 a 187 alla fine del marzo del 2005, il numero dei conti di custodia e regolamento utilizzati per mantenere separati i titoli di singoli operatori.

La Monte Titoli continua a espandere la gamma dei servizi offerti. Nel 2004 ha attivato MT-X (Monte Titoli Internet Communication System), che sfrutta la tecnologia internet per il collegamento e lo scambio di messaggi relativi alle funzioni di gestione accentrata.

Sono stati introdotti il servizio di gestione dei Flussi informativi standardizzati (FIS), che consente agli intermediari di segnalare alle società emittenti i nominativi dei soci e il servizio Info MT che fornisce l'informativa relativa alle operazioni societarie sui titoli depositati ai soggetti che non aderiscono alla gestione accentrata.

Il regolamento delle transazioni in titoli

La Monte Titoli ha completato nel corso del 2004 lo sviluppo del nuovo sistema di liquidazione; Express II risponde alle esigenze di integrazione provenienti dai mercati finanziari e assicura modalità operative avanzate, in linea con i principi internazionali.

Con l'avvio di Express II si è conclusa la privatizzazione dei servizi di regolamento. Il 26 gennaio 2004 è stata attivata per tutti i titoli la liquidazione netta, che si integra con quella lorda operativa dal 2000. La sua architettura è stata definita in modo coordinato con gli intermediari, i mercati e le infrastrutture; gli sviluppi sono discussi in uno specifico gruppo di consultazione costituito in sede ABI (Express User Group).

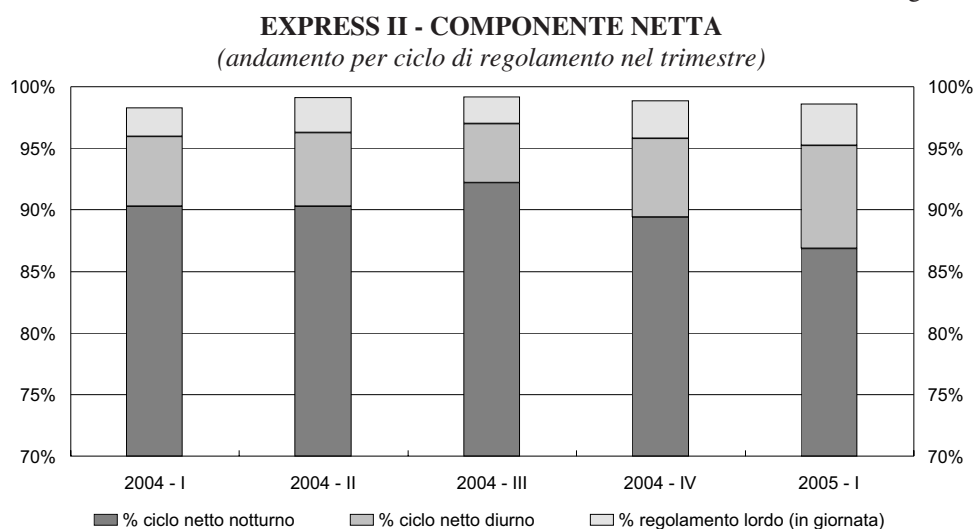
L'articolazione del sistema è volta a ridurre al minimo le operazioni non regolate per carenza di titoli o contante. Nel corso del ciclo notturno il processo di liquidazione si avvale anche dei flussi monetari derivanti dal rimborso dei titoli di Stato e dal pagamento dei relativi interessi; l'accesso al credito infragiornaliero offerto dalla Banca d'Italia avviene automaticamente, sfruttando strumenti finanziari già disponibili per i partecipanti (firm collateralization) o in corso di acquisizione (self collateralisation); il credito ottenuto è utilizzato per regolare i saldi contante nel medesimo ciclo. Componente tecnica rilevante del nuovo sistema di liquidazione è l'algoritmo di ottimizzazione; attraverso un procedimento che iterativamente confronta le possibili soluzioni, esso individua il risultato di regolamento ottimale, date le disponibilità in titoli e contante dei partecipanti; seleziona inoltre le operazioni non regolabili all'interno dei cicli netti inviandole alla componente lorda.

L'efficienza di funzionamento di un sistema di liquidazione dipende dalla sua capacità di eseguire, nei tempi previsti, una quota significativa di operazioni rispetto a quelle acquisite. Express II ha consentito, nell'anno

trascorso, l'ordinato regolamento delle operazioni anche in presenza di volumi particolarmente elevati o di tensioni su singoli titoli. Le transazioni non eseguite (fail) sono risultate contenute in numero e valore; in media, rimangono in attesa di esecuzione per meno di due giorni.

Il valore giornaliero delle operazioni immesse nel sistema è stato pari a 170 miliardi di euro; il 98,9 per cento è liquidato nella giornata originariamente prevista. Il ciclo notturno di compensazione ha regolato il 90,6 per cento del valore quotidianamente immesso; al termine del ciclo netto diurno questa percentuale sale al 96,3 per cento. La componente lorda liquida entro le ore 16 un altro 2,6 per cento. Negli ultimi 2 trimestri si è ridotta la quota di operazioni regolate nel ciclo notturno di compensazione (fig. G4).

Fig. G4



Fonte: Monte Titoli spa.

Le operazioni affluite nella componente netta di Express II sono state stipulate per la maggior parte (69,8 per cento del valore totale) nei mercati regolamentati italiani; le controparti centrali (LCH.Clearnet e Cassa di compensazione e garanzia) hanno garantito il 6,6 per cento. Il 29,4 per cento è derivato da attività over-the-counter; le operazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze hanno rappresentato lo 0,8 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. aG6).

Il credito automaticamente erogato dalla Banca d'Italia nel ciclo notturno ha rappresentato il 21,7 per cento del contante a debito dei partecipanti (in media, 5,7 miliardi al giorno); gli intermediari hanno fatto ricorso prevalentemente alla self-collateralisation (86,3 per cento del credito).

Gli aderenti al sistema di liquidazione sono diminuiti, in linea con la tendenza emersa negli ultimi anni. Si è mantenuta elevata la concentrazione dell'operatività; la distribuzione dell'attività fra gli intermediari rappresenta un profilo attentamente considerato nell'attività di controllo svolta

dalla Banca, al fine di ridurre i rischi connessi con potenziali difficoltà degli aderenti maggiormente attivi.

Alla fine del marzo scorso erano 125 i soggetti che partecipavano alla componente netta di Express II (143 nel marzo del 2004): 110 banche, 10 SIM (rispettivamente 122 e 16); le due controparti centrali, le Poste italiane, il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca; erano 2 gli aderenti in accesso remoto (7 nel marzo del 2004).

Il 62,9 per cento del valore regolato ha fatto capo ai 5 operatori più attivi, l'81,5 per cento ai primi 10. In termini di numero di operazioni, la quota dei primi 5 è stata pari al 38,3 per cento; al 60,1 per cento quella relativa ai primi 10.

La Monte Titoli ha apportato alcuni miglioramenti al funzionamento di Express II, che hanno principalmente riguardato: l'estensione del meccanismo di frazionamento dei fail per facilitarne il regolamento nella liquidazione lorda; l'automazione della gestione degli eventi societari; l'anticipo della chiusura del ciclo notturno di compensazione, con la conseguente riduzione dei tempi di elaborazione.

La Monte Titoli ha inoltre avviato un ampio confronto, nell'ambito dell'Express User Group, allo scopo di definire incentivi per i partecipanti a regolare le operazioni nella giornata prevista.

La società sta sviluppando servizi automatici di riscontro e rettifica giornalieri (RRG) delle operazioni, atti a interagire con sistemi di regolamento posti in diversi paesi.

I servizi di riscontro e rettifica giornalieri relativi alle due componenti di Express II hanno gestito nell'anno oltre 163 milioni di operazioni in titoli e hanno inviato più di 42 milioni di istruzioni al sistema di liquidazione.

La liquidazione su base lorda. – Il 2004 è stato un anno di crescita significativa per la componente lorda di Express II (cfr. nell'Appendice la tav. aG5). A differenza di quanto avveniva con la Liquidazione dei titoli, in cui i fail davano luogo a sistemazioni bilaterali fra gli aderenti, nel nuovo sistema di regolamento la componente lorda riceve automaticamente le operazioni non liquidate in quella netta; di conseguenza, ha tratto un rilevante impulso dalla completa attivazione di quest'ultima.

Le operazioni regolate sono state in media 2.269 al giorno (466 nel 2003), per un valore di 19 miliardi di euro (5 nel 2003).

Rispetto al totale le operazioni provenienti dalla componente netta (fail) sono state pari al 27,5 per cento in numero e al 30,5 in valore.

La concentrazione dell'operatività per aderente è più accentuata di quella della liquidazione netta; è salita la quota di transazioni regolate direttamente sui conti in contante delle banche tesoriere.

I cinque partecipanti più attivi regolano il 75,9 per cento del valore totale (78,2 per cento nel 2003) e il 66,5 per cento del numero (78,1 nel 2003).

Quando le due controparti di un'operazione utilizzano la medesima banca per regolare in BI-REL il contante (cosiddetta banca tramite), il pagamento avviene sui conti di tale intermediario; nel 2004 è cresciuta al 15,4 per cento del valore totale da liquidare (2,1 per cento nel 2003) la quota di contante regolato sui conti delle "banche tramite".

I partecipanti al servizio di liquidazione su base lorda sono scesi a 132 alla fine dello scorso marzo (erano 150 alla fine del primo trimestre 2004); ciò è diretta conseguenza della diminuzione degli aderenti registrata per la componente netta di Express II.

Gli intermediari aderenti al solo servizio di liquidazione su base lorda erano 7 alla fine del primo trimestre del 2005, come l'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia

Nel 2004 è proseguita la crescita dell'attività della Cassa di compensazione e garanzia, coerentemente con l'andamento delle principali controparti centrali europee.

Il mercato Idem ha toccato un nuovo massimo in termini di contratti negoziati (18,3 milioni), in crescita del 3 per cento rispetto al 2003. Il valore nozionale è stato tuttavia negativamente condizionato dall'andamento di future e mini-future sull'indice, che hanno segnato una consistente flessione (rispettivamente del 22 e del 42 per cento).

La Cassa ha inoltre gestito, per i mercati azionari a pronti, 34,6 milioni di contratti, per un importo medio giornaliero di 2,9 miliardi (2,7 miliardi nel 2003); sui mercati dell'MTS il valore è stato di circa 3 miliardi.

L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali richiesti dalla controparte centrale italiana è cresciuto a oltre 1.050 milioni (974 milioni l'anno precedente). L'incremento (8 per cento) è da ricondurre all'estensione del servizio all'MTS, all'aumento delle open positions nonché al positivo andamento dei prezzi registrato nel 2004 (fig. G5).

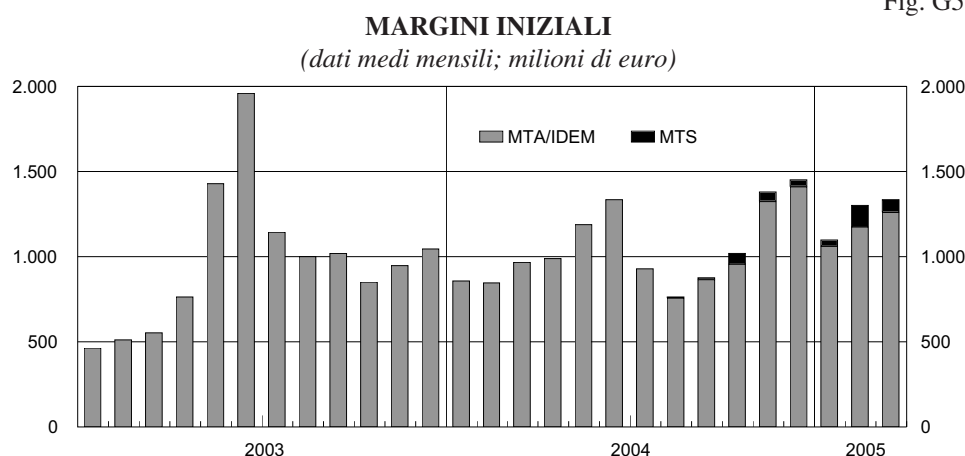
Il volume delle operazioni gestite dalla tedesca Eurex Clearing ha registrato nell'anno un incremento del 5 per cento, raggiungendo 1,07 miliardi di contratti; quello di LCH.Clearnet Group Ltd, che riunisce le controparti centrali francese e inglese, è stato di 1,04 miliardi, con un aumento del 14 per cento.

Per far fronte agli obblighi di versamento dei margini i partecipanti generalmente scelgono di utilizzare lo stesso strumento di pagamento: o

interamente titoli o solo contante. Permane su livelli significativi il versamento di garanzie in eccesso rispetto a quelle dovute.

Gli aderenti alla controparte centrale italiana hanno costituito margini per un ammontare medio di 1.411 milioni (56 per cento in contante e 44 in titoli), superiore del 34 per cento rispetto a quelli richiesti.

Fig. G5



Fonte: Cassa di compensazione e garanzia.

La Cassa ha mantenuto un atteggiamento ispirato a criteri prudenziali particolarmente stringenti nella determinazione dei margini richiesti ai partecipanti; ha inoltre attivato la procedura di versamento di margini infragiornalieri in 94 giornate (23 l'anno precedente), in relazione all'andamento del mercato e all'assunzione di consistenti posizioni individuali di rischio.

Con l'estensione del servizio di controparte centrale nel 2003 anche ai mercati azionari cash, la Cassa aveva introdotto come ulteriore forma di garanzia un default fund di natura mutualistica, alimentato da contribuzioni dei partecipanti; in caso di insufficienza dei margini di un insolvente per coprire le perdite, la Cassa utilizza le somme versate nel default fund anche dagli altri aderenti. Nel 2004, in concomitanza con l'avvio del servizio anche sui mercati cash e repo gestiti da MTS spa, è stato costituito un default fund anche per tale comparto. A fine anno i due fondi ammontavano rispettivamente a 101,6 e a 6 milioni di euro.

Nell'accordo di reciproca adesione fra la Cassa e LCH.Clearnet per l'erogazione del servizio di controparte centrale sul MTS, è stato previsto lo scambio di un margine iniziale preventivo, in luogo della partecipazione ai rispettivi default fund, per evitare che ciascuna sia esposta ai rischi di fallimento degli aderenti dell'altra.

Continua la flessione dei partecipanti alla Cassa, passati da 140 a 129 unità a seguito di 10 nuove adesioni e 21 recessi; aumentano gli aderenti

in accesso remoto, da 40 a 43, in linea con l'internazionalizzazione della piazza finanziaria italiana.

Alla fine del 2004 erano 87 i partecipanti all'Idem (103 nel 2003) di cui 27 generali, 21 individuali e 39 indiretti; sull'MTA erano 109 (113 nel 2003) suddivisi in 19 generali, 42 individuali e 48 indiretti. I partecipanti al comparto obbligazionario MTS erano 6 (cfr. nell'Appendice la tav. aG7).

Permane una significativa concentrazione nell'attività svolta dalla Cassa; ai primi 10 operatori fa capo oltre il 60 per cento dei margini iniziali medi giornalieri raccolti, ai primi 15 il 75 per cento. Ancora più accentuato risulta il fenomeno se si considera solo l'attività in conto proprio: i primi 10 partecipanti rappresentano circa l'87 per cento del totale.

Con l'avvio di Express II e la conseguente possibilità per il sistema di gestire i fail, la Cassa ha previsto, al fine di assicurare il buon fine delle operazioni, la possibilità di procedere all'esecuzione coattiva dei contratti non regolati per mancanza di titoli (buy-in) o di contante (sell-out). Nel 2004 sono state attivate 44 procedure di buy-in, per un valore totale pari a circa 15 milioni di euro.

Nello scorso dicembre la Cassa ha introdotto una commissione da applicare ai partecipanti che effettuano in ritardo il versamento giornaliero degli importi dovuti a titolo di margini; la puntualità dei pagamenti ne ha beneficiato in misura significativa.

Interventi di vigilanza

La vigilanza sulle società di gestione ha riguardato il rispetto delle norme e l'adeguatezza del disegno organizzativo, dell'infrastruttura informatica e delle misure di controllo dei rischi. In linea con le previsioni delle Istruzioni di vigilanza sono state esaminate, tra l'altro, le relazioni sulla struttura organizzativa e informatica e sulla gestione dei rischi; particolare attenzione è stata rivolta alla disamina delle verifiche svolte dalle società sulle strutture tecnologiche e informatiche rilevanti per la prestazione dei servizi istituzionali.

Gli interventi finalizzati ad approfondire e correggere situazioni di anomalia sono stati dieci. Si sono tenuti inoltre sette incontri con gli esponenti aziendali che hanno consentito di acquisire informazioni sull'attività di pianificazione e di approfondire aspetti organizzativi e relativi al contenimento dei rischi.

Uno specifico esame è stato svolto per analizzare e circoscrivere i rischi connessi con l'avvio del servizio di controparte centrale da parte della Cassa sull'MTS.

Nell'ambito degli interventi di vigilanza particolare rilievo hanno assunto le misure volte ad assicurare la continuità operativa. È stata richiesta alle società la predisposizione di un documento di pianificazione dei lavori di adeguamento al piano di continuità a fronte dei nuovi adempimenti previsti dalle Linee guida emanate nell'ottobre scorso (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale e il quadro normativo*).

La Banca, d'intesa con la Consob, ha approvato alcune modifiche ai regolamenti operativi sui servizi di liquidazione e sul sistema di garanzia a controparte centrale.

Il regolamento di Express II è stato modificato per prevedere l'eventuale applicazione di penali ai partecipanti che generano operazioni non regolabili al termine della giornata di liquidazione per mancanza di titoli e di contante. La variazione del regolamento dei sistemi di garanzia ha riguardato l'istituzione del default fund per l'attività di controparte centrale sull'MTS.

È stato anche modificato il regolamento dei servizi di gestione accentrata. Le variazioni di maggior rilievo hanno riguardato l'individuazione del momento in cui si considerano irrevocabili e definitivi, ai sensi del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, i trasferimenti di strumenti finanziari effettuati mediante operazioni di "giro" e la disciplina del servizio di gestione delle comunicazioni tramite internet.

H – LA SORVEGLIANZA E L’OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO

Nel perseguimento della affidabilità e dell’efficienza dei sistemi di pagamento, le politiche delle banche centrali sono state volte nel 2004 al rafforzamento e all’integrazione delle infrastrutture. Crescente attenzione è stata rivolta alla diffusione delle nuove tecnologie e alle esigenze degli operatori e dei cittadini. In Europa l’impegno si è esteso al completamento del mercato unico dei pagamenti, all’integrazione dei mercati finanziari, all’allargamento della UE.

Presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI) si sono conclusi i lavori volti alla formulazione di linee guida per la Sorveglianza sui sistemi di pagamento. I risultati sono contenuti nel rapporto approvato dai Governatori del G10 e pubblicato nel maggio 2005.

Nonostante le differenze negli assetti istituzionali e nelle linee di indirizzo, il confronto tra paesi pone in luce la crescente importanza della Sorveglianza nell’attività delle banche centrali e la tendenza a conferire alla funzione un ruolo più formale e strutturato. Presso tutti gli ordinamenti esaminati la Sorveglianza è intesa quale attività propria delle banche centrali, profondamente radicata nella funzione di emissione della moneta e nell’impegno di garantirne la fiducia presso il pubblico. Il rapporto formula dieci principi generali per la Sorveglianza: cinque di essi attengono all’organizzazione della funzione a livello nazionale, altrettanti alle modalità di cooperazione internazionale tra le autorità di Sorveglianza. I principi sono coerenti con gli standard BRI per i sistemi di pagamento, in particolare con quelli del 1990 riguardanti la Sorveglianza cooperativa (cosiddetti principi Lamfalussy).

Nel maggio del 2005 i Governatori del G10 hanno approvato altri due rapporti. Il primo, a fini di consultazione, contiene le linee guida per lo sviluppo dei sistemi di pagamento e mira a porsi come punto di riferimento per i paesi interessati a realizzare riforme in questo settore; il secondo analizza la configurazione assunta negli ultimi anni dai sistemi di pagamento di elevato ammontare, individuando le linee evolutive nelle funzionalità disponibili per gli intermediari e nei riflessi sui profili di rischio e di costo.

Dalla fine degli anni novanta l’evoluzione dei sistemi che trattano pagamenti di elevato ammontare ha risposto essenzialmente all’esigenza di favorire una gestione della

liquidità più efficiente da parte degli intermediari. Si sono diffuse modalità di regolamento intermedie tra quelle proprie dei sistemi operanti su base lorda e netta, nel rispetto della definitività del regolamento nel corso della giornata. Sono stati introdotti strumenti interattivi, che offrono agli intermediari informazioni in tempo reale e più complete sui pagamenti e consentono di gestire con maggiore flessibilità i flussi in entrata e in uscita. Nello scenario internazionale i maggiori elementi di complessità derivano dalle più strette connessioni tra sistemi che regolano in piazze finanziarie e in valute diverse.

Nel 2004 si è concluso il complesso iter di revisione dello schema istituzionale entro cui si svolge la Sorveglianza su SWIFT, volto a rafforzare il controllo dei rischi operativi propri di un'infrastruttura di rete di elevata rilevanza sistemica.

Il processo di revisione ha riguardato la composizione e la struttura degli organismi di Sorveglianza designati dalle varie banche centrali, la definizione e l'ampliamento dei loro compiti nonché i criteri di accesso e di utilizzo delle informazioni a essi necessarie. A tal fine, nel 2004 sono stati ridefiniti e siglati i protocolli tra la Banca nazionale del Belgio e SWIFT e quelli tra la prima e ciascuna banca centrale del G10 più la BCE. Nel nuovo schema di Sorveglianza diviene centrale la definizione più appropriata della struttura decisionale di SWIFT. A questo scopo è stata prevista l'istituzione di un gruppo di rappresentanti dei Governatori del G10 per approfondire le questioni di governo della società.

A livello internazionale crescente cura viene rivolta al miglioramento dell'efficienza dei pagamenti transfrontalieri.

Il rilievo assunto dai fenomeni migratori ha indotto la BRI, di concerto con la Banca Mondiale, ad avviare uno studio sulle rimesse internazionali, componenti importanti delle operazioni transfrontaliere al dettaglio; l'obiettivo è quello di definire linee-guida tese a migliorare le condizioni di offerta dei servizi, principalmente in termini di prezzo. L'analisi del Gruppo di Azione Finanziaria Internazionale (GAFI) dell'OCSE si è focalizzata sui possibili impatti delle misure di prevenzione del riciclaggio finanziario e del finanziamento del terrorismo sull'efficienza dei sistemi di pagamento, con l'obiettivo di evitare che una normativa eccessivamente onerosa induca lo sviluppo di circuiti di trasferimento fondi alternativi.

In Europa, il Consiglio direttivo della BCE ha assunto importanti decisioni in merito al progetto di realizzazione del sistema TARGET2. È stata accettata la proposta, avanzata dalle banche centrali della Francia, della Germania e dell'Italia, per la realizzazione e la gestione della 'piattaforma' comune di TARGET2; sono state definite le possibilità di gestire in via accentrata la liquidità infragiornaliera nell'area dell'euro e le forme di connessione con il nuovo sistema da parte della pluralità di sistemi ancillari europei; sono stati infine individuati tempi e modalità per la graduale 'migrazione' delle piazze finanziarie nazionali verso TARGET2.

Si sono intensificati gli interventi del SEBC per favorire e accelerare l'integrazione dei mercati dei pagamenti al dettaglio. La creazione di standard condivisi a livello europeo e di infrastrutture sostitutive di quelle nazionali si è rivelata più complessa del previsto, anche in seguito alle resistenze delle comunità bancarie nazionali e ai ritardi nel coinvolgimento degli utenti interessati al progetto (imprese, pubbliche amministrazioni, consumatori e distribuzione commerciale). L'Eurosistema ha invitato la comunità bancaria europea a formulare un'adeguata pianificazione delle fasi di creazione dell'area unica dei pagamenti in euro (SEPA - Single Euro Payments Area); nel contempo ha intensificato l'azione di verifica delle esigenze degli utenti finali e di controllo delle migrazioni nazionali verso gli standard e le infrastrutture europee. In questo contesto si accresce il ruolo delle BCN, attraverso il coinvolgimento e l'indirizzo degli operatori e degli utenti domestici.

In dicembre il SEBC ha pubblicato il terzo rapporto sui progressi compiuti per la realizzazione della SEPA (cfr. la sezione: Documenti e interventi in Bollettino Economico, n. 44, 2005, pag. 4) nel quale si riconoscono gli avanzamenti compiuti nel primo triennio di attività dello European Payments Council (EPC), l'organo di governo delle banche europee per il progetto SEPA. A fronte dei significativi risultati conseguiti nell'area dei bonifici europei (adozione della convenzione 'Credeuro' e avvio della procedura STEP2), l'introduzione degli standard per gli altri strumenti (a partire dagli addebiti diretti europei, i cosiddetti Pan European Direct Debit, PEDD) procede più lentamente.*

Nel marzo 2005 l'EPC ha risposto alle sollecitazioni definendo una roadmap per la SEPA. Essa individua le fasi per l'adozione degli standard per i pagamenti in euro entro il 2008 così da rendere questi ultimi accessibili ai cittadini europei ovunque nell'area; nel contempo è stato richiesto ai sistemi nazionali di definire entro il 2005 i piani di migrazione dei sistemi, degli strumenti e delle infrastrutture agli standard europei. Rimangono tuttavia aree di incertezza nella roadmap, principalmente conseguenti all'aver trasformato la scadenza ultima di completamento del progetto, inizialmente prevista per il 2010, in un mero obiettivo auspicato.

L'Eurosistema ha rafforzato il proprio coinvolgimento nella realizzazione della SEPA: è stato creato un Gruppo ad hoc di Alto Livello incaricato di seguire i lavori, ed è stata impressa un'accelerazione alla fase di consultazione degli utenti finali. I membri del Gruppo si sono impegnati a replicare su base nazionale l'attività di sensibilizzazione delle parti coinvolte nella realizzazione della SEPA e la definizione e il controllo dei piani di migrazione.

Alle iniziative della BCE e del sistema bancario si sono affiancate quelle della Commissione europea, volte a dare effettività al principio del mercato unico europeo anche per i pagamenti al dettaglio, attraverso il superamento delle rimanenti barriere e incertezze regolamentari. In tale ambito rileva, in particolare, il progetto di direttiva quadro sull'offerta di servizi di pagamento al dettaglio (*New Legal Framework*).

Si sono intensificate le iniziative volte a rafforzare la continuità operativa dei sistemi e delle infrastrutture di pagamento, con un forte interesse verso la definizione di principi condivisi fra i vari paesi. In coerenza con gli indirizzi stabiliti a livello internazionale, in Italia gli interventi hanno mirato a valorizzare le sinergie tra le infrastrutture e tra esse e gli intermediari.

A livello G10 è stata deliberata la costituzione di un Business Continuity Working Group con lo scopo di sviluppare principi di alto livello utilizzabili dagli operatori del settore finanziario e dalle Autorità di controllo. La BCE ha avviato una consultazione pubblica su un documento contenente le linee guida per la continuità operativa dei sistemi di pagamento a rilevanza sistemica. In Italia, l'attuazione di collaudi integrati mira a verificare l'adeguatezza dei piani di continuità delle infrastrutture tecnologiche e, soprattutto, l'efficacia dei meccanismi organizzativi di coordinamento e comunicazione.

Nel nostro paese rimane cruciale, per l'azione di Sorveglianza, l'adeguamento degli strumenti di pagamento e delle infrastrutture al programma della SEPA; di pari passo si rafforza l'impegno nell'ammodernamento del sistema dei pagamenti in risposta alle crescenti esigenze dell'economia.

A seguito della pubblicazione nel 2003 del rapporto della Banca d'Italia su Le innovazioni dei pagamenti elettronici: luci e ombre nella diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, ha preso avvio in sede CNEL una ricognizione delle possibilità offerte dai processi di dematerializzazione dei documenti. L'attenzione è focalizzata sugli sviluppi della fatturazione elettronica, ai fini di un più efficiente utilizzo dei servizi di incasso e pagamento che postula un rafforzamento dei raccordi intersettoriali tra banche e le imprese. Un primo rapporto su queste tematiche è stato approvato dall'assemblea del CNEL e rassegnato alle competenti sedi politiche.

Per promuovere la concorrenza nel settore dei pagamenti al dettaglio e condizioni di parità competitiva tra i partecipanti, la Banca d'Italia ha deciso di accedere dall'inizio del 2006 al sistema europeo STEP2, limitatamente all'esecuzione dei pagamenti transfrontalieri. Coerentemente con questa linea di azione, ispirata alla ricerca di una maggiore efficienza anche mediante la graduale apertura al mercato, l'Istituto ha avviato una revisione del sistema BI-COMP. In seguito a tale riordino, a partire dal 2006 la Banca gestirà in proprio le attività connesse con il calcolo dei saldi multilaterali, lasciando al mercato tutte le attività strettamente attinenti alla fase di scambio.

Nel 2004 sono proseguite l'informatizzazione del sistema dei pagamenti pubblici e l'integrazione della tesoreria statale nelle procedure interbancarie. Nell'ambito dei lavori per l'attivazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (SIOPE) sono stati definiti i codici di

classificazione delle entrate e delle spese di importanti categorie di enti pubblici (Regioni, Enti locali e Università) e si sono svolti i collaudi per la trasmissione dei dati da parte dei tesorieri.

La legge finanziaria per il 2005 ha previsto che gli enti che nell'anno parteciperanno alla sperimentazione del superamento del sistema di tesoreria unica devono essere individuati tra quelli che sono in grado di collegarsi al SIOPE. Allo scopo di illustrare gli obiettivi e l'architettura del SIOPE, d'intesa con la Ragioneria generale dello Stato, è stato organizzato un ciclo di incontri cui hanno partecipato gli enti pubblici e i tesorieri, i quali hanno manifestato il loro apprezzamento per il progetto.

L'ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA

Il quadro normativo

Le iniziative della Commissione europea. – Presso la Commissione europea sono proseguiti i lavori volti alla definizione di una proposta di direttiva per la disciplina dell'offerta dei servizi di pagamento al dettaglio. L'iniziativa mira a superare le residue frammentazioni del mercato europeo dei pagamenti e a sostenere, per questa via, gli sforzi delle banche dell'Eurosistema per la realizzazione della SEPA.

Aspetto qualificante della proposta – sia per i delicati profili di parità di condizioni concorrenziali dal lato dell'offerta dei servizi, sia per la connessa definizione degli ambiti di competenza e controllo da rimettere in capo alle diverse autorità nazionali – è la possibile creazione di una nuova figura di intermediari, le cosiddette Payment Institutions. Queste ultime si caratterizzano per l'offerta di servizi di pagamento a livello europeo (ad es. trasferimento fondi), a eccezione di quelli che comportano la raccolta di fondi nonché l'emissione di moneta elettronica (attività riservate, rispettivamente, alle banche e a queste ultime e agli Istituti di moneta elettronica). La disciplina delle attività connesse con l'offerta di servizi di pagamento si basa invece principalmente sulla previsione di estesi obblighi di trasparenza (ex ante ed ex post) e sul rafforzamento dei meccanismi di tutela dell'utenza, realizzato anche attraverso un più intenso onere probatorio posto a carico degli intermediari nei casi di eventuale contenzioso.

È in atto la verifica dell'applicazione del Regolamento CE n. 2560/2001, che prevede l'equiparazione tra le condizioni applicate alle operazioni di pagamento nazionali e quelle transfrontaliere effettuate in ambito UE.

Con riguardo alle operazioni di bonifico, la Sorveglianza, a seguito anche di quesiti posti dall'ABI, ha interessato la Commissione per alcuni chiarimenti interpretativi sulla corretta nozione di "pagamenti corrispondenti" in presenza di diverse possibili opzioni tariffarie (OUR, SHARE, BEN). La risposta della Commissione è stata divulgata al sistema bancario, attraverso l'ABI, e ulteriormente precisata dalla Sorveglianza che, in stretto raccordo con la Vigilanza, ha dato avvio ai necessari controlli sull'applicazione del Regolamento (presidiata, tra l'altro, da uno specifico impianto sanzionatorio), nonché sul rispetto di alcune previsioni contenute nel D.lgs. 28 luglio 2000, n. 253, di recepimento della direttiva CE 27 gennaio 1997, n. 5 sui bonifici transfrontalieri (cfr. il capitolo della sezione E: I controlli).

La Commissione ha inoltre dato avvio, come previsto dallo stesso Regolamento 2560/2001, alla verifica degli impatti del provvedimento nei singoli Stati membri, in particolare sui prezzi e sulla concorrenza, anche al fine di valutare la possibilità di apportare eventuali modifiche alla disciplina attuale.

Sono stati pressoché ultimati i lavori per la definizione di un Regolamento comunitario volto a recepire in modo uniforme in tutta la UE, considerata come unica area “domestica”, la Raccomandazione speciale VII del GAFI. Questa prevede l’inserimento nei messaggi di pagamento delle informazioni relative all’ordinante (nome, indirizzo e numero di conto) nonché un regime semplificato per i pagamenti domestici. Il consolidamento definitivo del testo terrà conto delle riflessioni ancora in corso in merito alla possibile introduzione di una soglia di esenzione dagli obblighi previsti dalla Raccomandazione.

Le iniziative in ambito nazionale. – Si è dato avvio all’attuazione delle prescrizioni contenute nel Provvedimento emanato dal Governatore della Banca d’Italia il 24 febbraio 2004, recante disposizioni in materia di vigilanza sui sistemi di pagamento ai sensi dell’art. 146 del Testo unico bancario.

Il Provvedimento, ultimato dopo un’ampia consultazione con gli operatori di mercato e previa acquisizione del parere della BCE, esplicita le finalità della Sorveglianza della Banca d’Italia, espresse in termini di efficienza e affidabilità del sistema dei pagamenti, definisce il campo applicativo della funzione e chiarisce sia i comportamenti attesi dai vari soggetti destinatari del provvedimento sia le modalità di esercizio dell’azione di controllo.

Immediata ricaduta applicativa ha trovato l’obbligo, previsto dall’art. 6 del Provvedimento, di comunicare anticipatamente alla Sorveglianza le iniziative rilevanti per il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti nazionale, con particolare riguardo alle attività promosse da enti associativi o comunque rappresentativi di interessi di sistema. Al contempo, è stata avviata la predisposizione di apposite Istruzioni di Sorveglianza, volte a specificare in ciascuna delle aree di interesse della funzione (sistemi, infrastrutture, strumenti) i comportamenti richiesti agli operatori. Un significativo anticipo di tale attività è rappresentato dalla emanazione di linee guida per la continuità operativa delle principali infrastrutture nazionali.

Con Provvedimento del 16 marzo 2005 è stato modificato il Regolamento della Banca d’Italia del 29 gennaio 2002 di disciplina della Centrale d’allarme interbancaria (CAI). Questa modifica ha esplicitato le modalità di effettuazione delle segnalazioni e delle consultazioni della CAI da parte degli Uffici territoriali del Governo e dell’Autorità giudiziaria, disciplinando altresì l’ipotesi di sospensione (ovvero di cancellazione temporanea) di

una segnalazione dall'archivio in conseguenza di un ordine dell'Autorità giudiziaria o del Garante per la protezione dei dati personali.

Ulteriori interventi normativi connessi con il funzionamento della CAI potranno essere attivati al fine di dare sistematicità e organicità alle numerose interpretazioni della disciplina di riferimento che la Sorveglianza è chiamata a formulare. Nella stessa direzione si colloca l'avviata definizione di modelli di controllo dei rischi operativi della SIA quale gestore dell'infrastruttura tecnologica di STEP2 (cfr. infra).

Un intervento normativo *ad hoc* ha interessato l'attuazione della normativa sulla *settlement finality* (direttiva CE 19 maggio 1998, n. 26) al fine di consentire alla Banca d'Italia di assolvere efficacemente ai propri compiti informativi verso i sistemi di regolamento titoli e di pagamento in caso di insolvenza di un partecipante, nazionale o straniero.

In particolare, accanto all'evidenza dei partecipanti stranieri ai sistemi italiani, si è provveduto a censire, per il tramite di un apposito archivio gestito dalla Sorveglianza, i sistemi esteri ai quali partecipano gli intermediari che possono essere sottoposti in Italia a procedure di gestione delle crisi o fallimento.

È proseguita l'attività di collaborazione con le diverse autorità nazionali aventi competenze e poteri di proposta normativa nel settore dei pagamenti.

In tale ambito rilevano in particolare: i) i lavori avviati presso il Ministero dell'Economia e delle finanze per la definizione di un impianto normativo volto a disciplinare il funzionamento di un archivio per la prevenzione delle frodi con carte di pagamento; ii) le attività, svolte in collaborazione con la Vigilanza, per il recepimento della direttiva CE 23 settembre 2002, n. 65 concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari, con specifico riguardo all'aspetto dei pagamenti; iii) i contributi forniti al Centro Nazionale per l'Informatica nella Pubblica Amministrazione (CNIPA), in coerenza con il ruolo riconosciuto alla Banca d'Italia dal DPR 7 aprile 2003, n. 137, nella definizione delle regole per il trasferimento in via telematica di fondi tra privati, Amministrazioni pubbliche e tra queste ultime e soggetti privati; iv) il supporto al Ministero per le Pari opportunità, in collaborazione con la Vigilanza, per la definizione di una legge di contrasto e repressione della pedopornografia, con particolare riguardo all'inibizione dall'utilizzo di carte di pagamento per l'acquisto di materiale illecito della specie.

Gli strumenti di pagamento tradizionali

Nel 2004 la crescita del numero di operazioni effettuate con strumenti di pagamento bancari e postali diversi dal contante è stata del 6,1 per cento. A eccezione degli assegni bancari, gli incrementi hanno riguardato tutti gli

strumenti e, in particolare, le operazioni disposte su POS con carte di debito e credito. Per effetto di tali dinamiche, in Italia nel 2004 le operazioni di pagamento pro-capite non in contante sono state pari a 59,5 contro le 56,1 del 2003. In controtendenza rispetto agli ultimi anni, il volume e il valore dei prelievi da ATM si sono attestati su livelli di poco inferiori a quelli dell'anno precedente.

L'andamento degli strumenti bancari, la quota più rilevante dei pagamenti totali, riflette una riduzione del numero di assegni bancari e circolari (4,4 per cento) e gli aumenti dei bonifici e degli addebiti preautorizzati (rispettivamente del 6,3 e 9,4 per cento; tav. aH4). Le carte di debito hanno continuato a rappresentare lo strumento di pagamento più diffuso, con circa 610 milioni di transazioni su POS e un aumento del 7,2 per cento su base annua. Il numero delle carte di debito alla fine del 2004 era pari a circa 26 milioni, un milione in più rispetto all'anno precedente.

Sebbene il numero complessivo di carte di credito attive sia rimasto intorno ai 12 milioni di unità, le transazioni effettuate nel 2004 con questi strumenti sono state oltre 430 milioni, in aumento del 15,9 per cento rispetto all'anno precedente (tav. aH5). L'incremento ha risentito dell'espansione registrata dalle operazioni di credito al consumo presso alcune banche di maggiore dimensione e dagli acquisti di beni e servizi attraverso internet (cfr. § successivo).

Nel 2004 si è ulteriormente intensificata la presenza della Poste italiane spa nel settore dei servizi di pagamento. I conti correnti sono aumentati di circa 600.000 unità, a fronte di una flessione di quasi 400.000 conti correnti registrata dal sistema bancario.

I conti correnti postali sono passati da 1,9 milioni di fine 2001 a 4,2 del 2004, oltre il 90 per cento dei quali di pertinenza delle famiglie. La capillarità della rete territoriale ha reso possibile una crescita generalizzata sul territorio nazionale, con incrementi più consistenti nell'area meridionale dove, alla fine del 2004, al 28 per cento degli sportelli postali rispetto al totale nazionale faceva capo circa il 35 per cento dei conti correnti. Aumenti rilevanti si sono registrati nelle operazioni di pagamento su conto corrente disposte dalle famiglie, quali gli addebiti preautorizzati, le operazioni con carte di pagamento e gli assegni postali. In forte espansione sono state anche le operazioni di moneta elettronica.

Come negli anni precedenti, sono state effettuate, in collaborazione con le Filiali, indagini conoscitive presso le Direzioni generali delle banche sulle modalità di utilizzo di alcuni strumenti di pagamento (assegni e bonifici; tav. H1) e sulle condizioni praticate alla clientela. I risultati ottenuti evidenziano miglioramenti negli aspetti di trasparenza e una riduzione dei tempi di esecuzione delle operazioni.

CONDIZIONI APPLICATE SU ASSEGNI BANCARI E BONIFICI ORDINARI

Strumenti	Tempi								
	medi			minimi			massimi		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Assegni									
valuta	3,9	4,0	3,9	2,1	2,1	2,0	6,9	6,1	6,1
disponibilità	6,8	6,4	6,4	5,6	5,4	5,3	7,9	7,5	7,5
non stornabilità	9,6	9,3	9,1	8,4	7,9	7,5	11,0	10,5	10,4
Bonifici									
valuta	2,3	2,0	1,4	2,1	1,8	1,6	4,0	2,8	2,7
disponibilità	2,0	2,4	1,8	1,3	1,9	1,3	2,9	3,7	3,4

Fonte: Elaborazioni su indagini condotte nel marzo 2003, 2004 e 2005 (per l'ultimo anno i dati sono parzialmente stimati). Per i fenomeni rilevati e per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Nell'ambito del Progetto PattiChiari è stato fissato prima a 8 e poi, da ottobre 2004, a 7 giorni lavorativi il termine massimo per il riconoscimento alla clientela delle somme rivenienti dalla negoziazione degli assegni. A marzo del 2005, tra le 84 banche aderenti all'iniziativa, detentrici del 72 per cento dei conti correnti passivi del sistema bancario, 66 pubblicizzavano 7 giorni, 13 banche 6 giorni e per 5 i giorni lavorativi scendevano a 5. Per l'incasso di assegni circolari i tempi segnalati erano sensibilmente inferiori, attestandosi in qualche caso a 1 o 2 giorni. Per la quasi totalità delle banche, infine, i termini di revocabilità degli importi (cosiddetta non stornabilità) e quelli previsti per la disponibilità delle somme alla clientela coincidevano. Dai risultati delle indagini presso le direzioni generali delle banche (tav. aH9) emerge che le banche aderenti a "PattiChiari", prevalentemente di medie e grandi dimensioni, segnalano condizioni di disponibilità e non stornabilità degli assegni in diminuzione rispetto all'anno precedente e l'allineamento tra le due predette condizioni.

Per i bonifici, si registrano variazioni favorevoli alla clientela nei tempi di esecuzione delle operazioni e nelle condizioni di valuta come risulta dall'indagine generale: nel 2004 entrambi i valori sono scesi al di sotto dei due giorni. Inoltre nella riduzione delle condizioni di prezzo dei bonifici (tav. H2) ha influito il maggior ricorso della clientela alle operazioni su internet e ai bonifici automatizzati.

COMMISSIONI APPLICATE ALLA CLIENTELA SU BONIFICI DOMESTICI*(in euro)*

Voci	Disposti tramite canale internet	Pagamenti a fronte di bollettino bancario Freccia	Disposti tramite canale telefonico	Disposti come ordine ripetitivo	Disposti allo sportello con addebito c/c	Disposti allo sportello e regolati per cassa
Valore medio	0,90	1,33	1,40	1,85	3,34	5,03
Valore massimo	4,00	3,60	5,00	5,00	5,00	10,33

Fonte: ABI - PattiChiari (marzo 2005) - Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Sebbene in diminuzione, i tempi di riconoscimento della disponibilità degli assegni rimangono superiori a quelli medi riscontrabili nei principali paesi industrializzati (2-3 giorni) nonché a quelli consentiti dalle procedure interbancarie. Per i bonifici, l'obiettivo è di introdurre regole e meccanismi di certezza coerenti con quanto si va realizzando per le operazioni transfrontaliere della stessa specie in Europa.

Più in generale, l'azione della Sorveglianza è volta a stimolare e a sostenere l'ABI e il sistema bancario nell'attuare iniziative e interventi coerenti con i principi SEPA e con la progressiva realizzazione dei relativi progetti.

In base agli indicatori di controllo elaborati dall'European Payments Council (EPC), il sistema bancario italiano non presenta finora particolari problemi nell'adozione delle convenzioni previste per i bonifici europei e nella distribuzione dei codici internazionali di identificazione delle banche e della clientela (BIC e IBAN). Particolare attenzione è riservata allo sviluppo degli schemi europei per gli addebiti preautorizzati e le carte di debito, la cui adozione si presenta più complessa in ragione del carattere di multisettorialità dei relativi standard e dell'esigenza di un'attenta verifica degli interessi degli operatori a tali cambiamenti. Le banche italiane che partecipano al sistema STEP2, la prima ACH europea, sono le più numerose a livello europeo. Sette importanti banche italiane aderenti dirette a Euro1 hanno concordato di trattare i propri bonifici domestici in STEP2.

La Banca d'Italia svolge in prevalenza un ruolo di sensibilizzazione e coordinamento per promuovere il progetto della SEPA a livello nazionale. In particolare, nell'ambito delle proprie finalità istituzionali, essa: i) partecipa al CASPER (Comitato ABI per i servizi di pagamento e regolamento), luogo formale d'incontro tra banche, associazioni di categoria, principali infrastrutture e banca centrale sulle riforme e sulle strategie dei sistemi di pagamento; ii) controlla il rispetto degli impegni derivanti dalla SEPA da parte della comunità nazionale; iii) agevola il passaggio dagli standard nazionali a quelli europei, attraverso l'introduzione di misure specifiche (quali l'adozione obbligatoria dei codici d'indirizzamento internazionale IBAN e BIC o l'estensione ai bonifici domestici della convenzione 'Credeuro') grazie agli accordi avviati con l'ABI già nel 2002, in largo anticipo rispetto agli orientamenti che ora maturano a livello europeo.

La crescente complessità dei moderni sistemi di pagamento al dettaglio si manifesta in una pluralità di fattori (contrattuali, tecnici, operativi, di sicurezza) che concorrono a determinare le condizioni di efficienza e di sicurezza dei servizi offerti alla clientela. In tale contesto assume rilievo crescente l'interazione tra autorità: particolarmente significativa è stata la collaborazione tra la Sorveglianza e la funzione della Banca preposta alla tutela della concorrenza nell'ambito di un'istruttoria volta a introdurre nel circuito PagoBancomat il "sistema multibanca" (cfr. il capitolo della sezione F: *La tutela della concorrenza*).

Il "sistema multibanca" permette all'esercente di avvalersi di più banche per l'incasso degli scontrini di spesa connessi a operazioni con carte di pagamento. Esso è il risultato dell'evoluzione tecnologica nella gestione dei pagamenti elettronici con ricadute

positive sulla economicità e velocità delle transazioni per gli esercenti e per i consumatori. L'indagine ha costituito un'utile occasione per una più generale valutazione dell'efficienza e affidabilità del circuito PagoBancomat nel suo complesso. La possibilità di avvalersi di sistemi multibanca aiuta a definire meglio le combinazioni di prezzo/qualità del servizio che una pluralità di banche è disposta a offrire, contribuendo così a una maggiore diffusione del circuito presso gli esercenti, con benefici indiretti anche per i consumatori. L'analisi congiunta dei profili di Sorveglianza e di Antitrust ha acclarato che per l'aspetto della sicurezza, il sistema multibanca non accresce di per sé il rischio di frodi rispetto alla situazione attuale. Il provvedimento conclusivo dell'istruttoria fissa altresì significative sinergie tra le due funzioni anche nella fase di attuazione.

Le frodi con carte di pagamento sono oggetto di crescente attenzione da parte delle competenti autorità europee e nazionali impegnate nella creazione di un assetto regolamentare adeguato a favorirne la repressione.

La Commissione ha recentemente presentato il New EU Action Plan 2004-2007 in tema di prevenzione delle frodi, volto al rafforzamento sia dell'azione del Gruppo di Esperti, cui la Sorveglianza partecipa con propri rappresentanti, sia della collaborazione tra autorità e operatori coinvolti in un'ottica tesa al rafforzamento dei mezzi informativi, a fini di prevenzione e controllo, sia dell'adozione di adeguate misure di enforcement nei confronti delle diverse parti coinvolte nei circuiti di pagamento.

Presso il competente Ufficio centrale antifalsificazione dei mezzi di pagamento (UCAMP) del Ministero dell'Economia e delle finanze sono proseguiti i lavori per la realizzazione di un sistema di prevenzione delle frodi sulle carte di pagamento basato sull'alimentazione di un archivio informatizzato di raccolta delle informazioni attinenti ai rischi di frode presso i punti vendita. Dopo la predisposizione di un disegno di legge per l'istituzione di un sistema di prevenzione delle frodi sulle carte di pagamento, sono in corso i lavori per la redazione di un successivo Regolamento attuativo ai quali la Sorveglianza partecipa – insieme alle diverse autorità coinvolte nel progetto – anche al fine di assicurare i necessari raccordi con la CAI.

In relazione anche ad alcune azioni fraudolente che hanno interessato i circuiti delle carte di pagamento, la Sorveglianza ha avviato una verifica dei meccanismi di sicurezza posti a presidio degli stessi allo scopo di valutarne l'adeguatezza ed eventualmente promuovere i necessari interventi correttivi.

In base alle segnalazioni statistiche delle banche e degli intermediari finanziari, nel 2004 le frodi su carte di credito hanno rappresentato l'uno per mille del valore delle transazioni. L'inserimento nel 2004 di nuove voci nelle segnalazioni di vigilanza permette un'analisi delle principali fattispecie fraudolente. Nella maggioranza dei casi (poco oltre il 50 per cento del valore totale) si è trattato di contraffazioni o clonazioni di carte di credito; oltre un terzo dei casi ha riguardato episodi fraudolenti connessi a furto, smarrimento o mancata ricezione della carta. Le carte di debito hanno registrato livelli di frode inferiori a quelli delle carte di credito grazie all'abbinamento del codice PIN per le operazioni domestiche su ATM/POS. In entrambi i circuiti delle carte di debito e di cre-

dito, la componente transfrontaliera delle frodi – prevalentemente casi di clonazione – è risultata molto più elevata di quella domestica e in notevole crescita nel 2004; è stimabile che l'incidenza delle frodi transfrontaliere sia stata pari a oltre due terzi del valore di quelle complessive.

In Italia, in linea con quanto auspicato in sede europea dall'EPC e dall'Eurosistema, per le carte di pagamento e per i terminali POS e ATM è prevista la migrazione alla tecnologia del microcircuito, che dovrebbe incrementarne sensibilmente il livello di sicurezza.

In collaborazione con l'Associazione progetto microcircuito, la Cogeban e l'ABI hanno riesaminato l'intera materia elaborando e approvando un nuovo schema di migrazione, che prevede: a) l'emissione delle nuove carte e l'installazione dei nuovi terminali ATM e POS a partire dal 1° gennaio del 2006; b) lo spostamento del termine ultimo di migrazione dal 31 dicembre del 2006 al 31 dicembre del 2007; c) l'applicazione, dal 31 dicembre del 2005, di penali nel caso in cui le banche non rispettino i tempi programmati.

Nell'ambito delle analisi in corso a livello BRI, è stata compiuta un'indagine campionaria che ha coinvolto banche e intermediari finanziari iscritti all'elenco generale di cui all'art. 106 del Testo unico bancario specializzati nell'offerta di servizi di trasferimento fondi, al fine di conoscere le caratteristiche del mercato delle rimesse in Italia.

Dall'indagine è emerso come siano soprattutto gli intermediari finanziari a offrire servizi specifici per l'effettuazione delle rimesse; solo una minoranza delle banche facenti parte del campione ha di recente iniziato a offrire servizi del genere. Gli intermediari specializzati offrono tempi di esecuzione brevi e canali di distribuzione flessibili (quali gli agenti in attività finanziaria di cui al D.lgs. 25 settembre 1999, n. 374). In genere, essi utilizzano comunque il canale bancario per il regolamento dei flussi. Le loro condizioni di prezzo sono in generale convenienti per transazioni di modesto valore (fino a 300 euro); per importi più elevati si accentua la convenienza del ricorso al canale bancario.

Gli strumenti di pagamento innovativi

Nel 2004 la rilevanza dei pagamenti attraverso internet rispetto al totale delle transazioni è cresciuta, soprattutto per l'utilizzo in rete di strumenti tradizionali (carte e bonifici). Le operazioni in rete con carte di credito, lo strumento più utilizzato nel regolamento delle transazioni elettroniche, hanno rappresentato l'8,8 per cento del totale, un punto e mezzo in più rispetto all'anno precedente; i bonifici disposti in internet sono stati più di 23 milioni (il 5,7 per cento del totale di tali operazioni), oltre 8 milioni in più rispetto al 2003.

Gli strumenti di pagamento tradizionali hanno mostrato flessibilità e capacità di adattamento alle nuove tecnologie anche grazie all'adozione di misure per la gestione della loro sicurezza in rete. Nel caso delle carte di credito, la crescita degli utilizzi in rete sembra connessa anche con la possibilità di dilazionare il pagamento degli acquisti. Nel 2004 i fondi erogati con carte di credito per il credito al consumo hanno rappresentato, secondo le informazioni della matrice dei conti, il 10 per cento del totale dei fondi erogati per le diverse forme tecniche (prestiti finalizzati, cessioni del quinto, prestiti non finalizzati). Diverse analisi indicano un legame stabile tra la presenza della grande distribuzione (alimentare e non) nelle diverse regioni italiane e l'utilizzo degli strumenti di pagamento diversi dal contante, in particolare delle carte.

Dal lato della domanda, il crescente utilizzo delle carte e dei bonifici on-line è legato sia al ridotto livello delle tariffe bancarie (in media, oltre il 50 per cento in meno rispetto alle transazioni effettuate in via cartacea o telefonica), sia ai frequenti sconti sugli acquisti in rete rispetto a quelli effettuati tramite i canali tradizionali.

A fronte della crescita dell'utilizzo di strumenti tradizionali per effettuare transazioni in rete, l'incidenza delle operazioni di pagamento in rete con strumenti bancari prepagati e con moneta elettronica si è ridotta (intorno all'1,5 per cento, dal 2,3 nel 2003). La domanda di carte prepagate sembra limitarsi a un pubblico non bancarizzato, interessato a effettuare micropagamenti con strumenti diversi da quelli usualmente collegati a conti di deposito. Lo stesso segmento di clientela è interessato alle carte prepagate postali, quadruplicate rispetto all'anno precedente e superiori, in numero, a quelle bancarie. Sebbene per queste ultime anche l'utilizzo in internet sia importante, i tassi di crescita più significativi dell'intero comparto si rilevano per le operazioni di pagamento presso esercizi commerciali e per i prelievi da ATM.

Nell'anno è proseguita l'osservazione delle iniziative relative a strumenti prepagati a spendibilità generalizzata, nonché la valutazione dei nuovi schemi sottoposti alla Banca d'Italia. Nel marzo del 2005 risultavano operativi 30 schemi (28 nel marzo del 2004). In maggioranza si tratta di strumenti utilizzabili su circuiti nazionali e/o internazionali. Marginale è il ricorso a circuiti di spesa limitati (cosiddetti circuiti proprietari). Ciò testimonia una netta preferenza, da parte degli utenti, verso strumenti che consentano un ampio utilizzo. A fine anno le carte prepagate bancarie in circolazione erano pari a quasi 800 mila unità, con un incremento di oltre il 15 per cento rispetto al 2003. Considerando anche le transazioni con carte prepagate postali, il numero delle operazioni effettuate è risultato sei volte superiore rispetto al 2003, con importi unitari intorno ai 50 euro rispetto agli 80 dell'anno precedente.

In ambito europeo è stata avviata una fase di verifica con alcuni operatori sulla effettiva applicabilità dei requisiti minimi di sicurezza per gli schemi di moneta elettronica (cosiddetto rapporto EMSSO, Electronic Money System Security Objectives) a fronte delle possibili minacce di contraffazione, malfunzionamento e attacchi criminali. La verifica tende alla semplificazione e all'individuazione di linee guida per l'impiego pratico dei requisiti nell'attività di sorveglianza sugli schemi di moneta elettronica. Essa riguarda l'applicazione dei requisiti alle varie tipologie di moneta elettronica oggi

utilizzate (software e card based) e vede coinvolti, su base volontaria, alcuni operatori italiani. La nuova versione dell'EMSSO sarà applicabile a tutti gli schemi di moneta elettronica, fatte salve le esenzioni il cui ambito di applicazione sarà successivamente definito.

I primi risultati delle indagini sulla diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) per i pagamenti elettronici nell'economia italiana mostrano un incremento dell'utilizzo dell'*e-banking*.

Per il settore terziario il confronto con i risultati dell'indagine sul 2002 indica una crescita del ricorso alla rete per i servizi bancari, che nel 2004 ha interessato il 78 per cento delle imprese. Si registrano significativi aumenti nel numero di imprese che hanno effettuato servizi di incasso e pagamento (dal 49 al 64 per cento del totale) e di quelle che hanno utilizzato i servizi informativi (dal 71 al 75 per cento). Il 28 per cento delle imprese ha effettuato acquisti e prenotazioni in rete, percentuale più che doppia di quella relativa alle vendite. Le imprese manifatturiere che hanno effettuato acquisti o vendite in rete sono risultate pari al 16 per cento; di queste, oltre il 41 per cento ha utilizzato i servizi di pagamento elettronici. Un quarto delle imprese dei servizi ha ricevuto fatture elettroniche da altre imprese. Tra i possibili ostacoli tuttora presenti allo sviluppo dei servizi bancari in rete, oltre la metà delle aziende dei servizi intervistate segnala il persistere di prassi contabili e amministrative basate su documentazione cartacea e sulla presenza fisica agli sportelli bancari. Ciò appare coerente con il fatto che quasi il 70 per cento dello stesso campione di imprese ritiene l'efficienza gestionale la motivazione principale per l'avvio di attività in rete.

Al fine di valutare l'adeguatezza delle politiche in atto e le eventuali azioni volte a favorire il superamento degli impedimenti (normativi, tecnologici e organizzativi) alla diffusione di servizi di pagamenti elettronici e del commercio elettronico, è stata approfondita l'analisi dei processi necessari a favorire l'impiego del documento elettronico. Un efficiente uso dei servizi di pagamento in rete da parte delle imprese richiede avanzamenti nel trattamento dei flussi commerciali e di quelli finanziari. La loro scarsa integrazione è fonte di onerose, oltreché incerte, operazioni di raccordo e riconciliazione sia all'interno delle imprese stesse sia nei rapporti con le banche. In questo contesto il trattamento delle fatture occupa un ruolo cruciale, per l'importanza di tali documenti sia nelle relazioni commerciali sia in quelle finanziarie.

Nel 2004 è stata condotta un'indagine su un campione di imprese di grandi dimensioni nei settori dell'industria e dei servizi per verificare il grado di integrazione tra imprese e banche, in relazione ai servizi di pagamento e alla diffusione di modalità innovative per la gestione delle fatture. È emerso che l'integrazione è modesta e che non sono state condotte adeguate analisi dei potenziali benefici ricavabili da essa. Le singole aziende hanno sviluppato sistemi che, per difetti di coordinamento con le banche, non permettono un pieno sfruttamento delle economie di rete, tale cioè da assicurare una gestione efficiente della tesoreria. Questa situazione non ha incentivato l'introduzione

delle soluzioni tecnologiche più avanzate, con l'effetto di rallentare l'automazione di larga parte dei servizi amministrativi e di controllo all'interno delle aziende.

La problematica ha trovato un importante momento di esame e di valutazione strategica, in una visione intersettoriale, presso il Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro (CNEL), con l'apporto di esponenti del mondo accademico, bancario e industriale. In tale sede è stato redatto un documento di osservazioni e proposte, approvato dall'Assemblea del CNEL, frutto di un'ampia ricognizione delle esigenze dei diversi attori, dei problemi e delle prospettive di sviluppo in materia. È stata riaffermata la necessità di definire indirizzi e scelte strategiche atti a favorire l'accesso ai servizi delle reti e l'efficace raccordo tra le parti, in rapporto alle diverse esigenze delle stesse e nella salvaguardia dell'autonomia imprenditoriale degli operatori interessati e degli investimenti effettuati. È ritenuto decisivo l'allineamento alle iniziative di standardizzazione europee, della SWIFT e dell'ONU per agevolare l'integrazione fra fatturazione elettronica e pagamenti a livello internazionale.

Nell'ambito dei lavori presso il CNEL – che hanno beneficiato di numerose audizioni degli operatori coinvolti – si è registrata ampia convergenza sulla necessità strategica per l'economia del Paese di realizzare processi completamente automatizzati e integrati fra le banche e le imprese nelle diverse fasi dei cicli commerciali e finanziari, con un livello di Straight Through Processing (STP) che si estenda all'intera catena del valore. Le audizioni hanno confermato come la percezione di queste problematiche da parte delle imprese, sebbene presente, appaia ancora in ritardo per quanto riguarda le analisi di dettaglio e gli interventi concreti; l'area dei raccordi fra banche e imprese può utilmente giovare, a questi fini, di meccanismi di coordinamento più efficaci.

Il rapporto del CNEL evidenzia che il principale incentivo alla definizione di standard intersettoriali è rappresentato dalla diffusione del documento informatico elaborabile, come insieme strutturato di dati formalmente validi, frutto di processi certificabili, e in possesso degli attributi, inclusi quelli legali, che lo rendono automaticamente e legittimamente utilizzabile da entità terze rispetto a quelle che lo hanno prodotto. Le esperienze già effettuate dagli operatori – sia pure nell'ambito di comunità circoscritte – evidenziano che l'uso del documento informatico elaborabile in luogo di quello cartaceo riduce significativamente le risorse impiegate (soprattutto nelle funzioni commerciali, logistiche e di amministrazione, finanza e controllo) e i tempi di svolgimento delle operazioni, migliora la tracciabilità e documentabilità delle attività e la sicurezza e integrità dei dati, consente rilevanti economie di rete. Secondo i primi risultati del gruppo di lavoro, la convenienza della dematerializzazione del documento informatico per le imprese si connetterebbe con: i) la significativa contrazione degli oneri di processo per le attività commerciali-logistico-amministrative, stimabile intorno all'80 per cento, e degli oneri relativi alle archiviazioni documentali; ii) la riduzione dei costi attribuibili al processo di riconciliazione tra i documenti commerciali (fatture) e le disposizioni di pagamento/incasso e al processo di monitoraggio dei crediti non riscossi; iii) l'opportunità di abbattere i rischi operativi e innalzare la qualità complessiva dell'offerta, pur riducendo i costi di transazione; iv) la possibilità di partecipare a mercati o accedere a segmenti di mercato altrimenti non raggiungibili.

Le infrastrutture e i sistemi

La continuità di servizio è particolarmente importante per le infrastrutture che, per dimensioni e caratteristiche delle informazioni trattate, nonché per le interdipendenze che esistono tra di esse e gli altri operatori coinvolti, svolgono un ruolo cruciale per il funzionamento dei sistemi di pagamento.

Le infrastrutture a rilevanza sistemica interessano le autorità di controllo non solo per il numero o le caratteristiche delle informazioni trattate ma anche per le attività di accentramento e di smistamento delle stesse. Al contrario dei singoli fornitori di servizi, esse possono rappresentare sia un canale veloce di trasmissione di crisi sia un fattore di fragilità per l'intero sistema finanziario nella pratica impossibilità di supplire, con strumenti manuali, a un'eventuale indisponibilità dei servizi automatizzati da esse erogati. In tale contesto, le azioni di mitigazione del rischio tipiche dei casi di esternalizzazione, quali quelli contenuti nei nove principi di alto livello proposti nel febbraio 2005 dalla BRI, possono rivelarsi inadeguate se non è valutata l'effettiva concentrazione dei rischi operativi in capo alle infrastrutture. I principi rivolti ai singoli intermediari vanno considerati come complementari alle iniziative assunte dalla Sorveglianza nei confronti delle infrastrutture del sistema dei pagamenti.

La Sorveglianza ha emanato le *Linee guida per la continuità di servizio delle infrastrutture qualificate dei sistemi di pagamento* che tengono conto degli orientamenti emersi nelle sedi di coordinamento nazionale e delle osservazioni formulate nel corso delle procedure di consultazione condotte. Esse trovano fondamento nel Provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 24 febbraio 2004 che, per le infrastrutture della specie, prevede esplicitamente l'obbligo di garantire la continuità di servizio.

Le linee guida pongono una serie di adempimenti in capo alle infrastrutture qualificate per la definizione, la gestione e il controllo dei piani di continuità operativa e si collegano a quelle emanate dalla Vigilanza e dalla Supervisione sui mercati al fine di favorire le sinergie tra le infrastrutture qualificate, nonché tra queste e i maggiori intermediari e operatori finanziari. Tra gli adempimenti rilevano in particolare: il rispetto dei tempi di ripristino e ripartenza, i cui obiettivi sono fissati in rapporto alla rilevanza e alle caratteristiche tecnico-procedurali dei servizi resi; la gestione dei siti alternativi, le cui soluzioni economicamente più convenienti dovranno essere valutate dagli organi decisionali aziendali in funzione degli obiettivi di cui al punto precedente; un efficace raccordo con i partecipanti alle infrastrutture e con i fornitori esterni. Nella strategia complessiva volta a tenere la continuità operativa delle infrastrutture su livelli elevati, particolare attenzione va attribuita alle fasi di definizione, gestione e controllo dei piani, momenti essenziali per assicurare la piena attuazione delle misure previste. A tal fine risultano necessari il coinvolgimento diretto dei massimi organi aziendali, una chiara assegnazione di compiti e di responsabilità, un'efficace e chiara azione di documentazione delle linee essenziali del piano di continuità e la sua diffusione all'interno dell'azienda. È in corso l'attività di verifica dell'adeguatezza dei piani predisposti dalle infrastrutture ai sensi delle linee guida.

In attuazione dei compiti di controllo condivisi nell'Eurosistema e in coerenza con gli obblighi previsti per le infrastrutture qualificate nell'art. 4 del Provvedimento attuativo dell'art. 146 Testo unico bancario, nel corso del 2004 è proseguita l'azione di presidio dei rischi operativi nei confronti dell'attività svolta dalla SIA quale fornitore dell'infrastruttura tecnologica di STEP2, la prima ACH europea.

È stato reso operativo uno schema di reporting relativo sia alla gestione di malfunzionamenti e incidenti, sia alla verifica dei livelli di servizio erogati. In tale attività si è adattato il principio VII dei Principi Fondamentali dei sistemi di pagamento di rilevanza sistemica (Core Principles) al caso specifico delle infrastrutture. Particolare attenzione è stata riservata alle interrelazioni fra i domini di sicurezza dei soggetti coinvolti, snodi di rilevante criticità per l'intero sistema. L'azione di Sorveglianza ha permesso l'attuazione di interventi finalizzati da un lato a migliorare la gestione dei picchi di traffico e dall'altro a rendere più efficace la verifica, da parte della SIA, degli impatti di eventuali malfunzionamenti e del rispetto dei vincoli contrattuali. È stato avviato un processo di sistematico raccordo con la BCE per il corretto inserimento delle valutazioni della Banca d'Italia nell'ambito del più generale processo di valutazione operato dall'Eurosistema

Nel 2004 è divenuto operativo il progetto Funzionamento Atm Rilevato Online (FARO) per seguire il servizio di prelievo del contante tramite Bancomat, avviato l'anno precedente in forma di prototipo.

Nel periodo di sperimentazione sono stati condotti approfondimenti soprattutto sui Centri autorizzativi, data la loro posizione cruciale all'interno del circuito. Essi hanno consentito alla Cogeban e ai Centri autorizzativi stessi di individuare interventi migliorativi per aumentare il livello di disponibilità del servizio.

L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO

Il regolamento in base monetaria

Nel 2004 i flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento gestiti dalla Banca d'Italia sono ammontati a quasi 37.000 miliardi di euro, pari a 27,3 volte il PIL, in aumento del 2,8 per cento rispetto all'anno precedente (tav. aH11). Nell'anno si sono ridotte in misura significativa le operazioni di concentrazione bancaria, che nel biennio precedente avevano comportato una riduzione dei pagamenti interbancari. Il sistema di regolamento lordo BI-REL ha trattato l'85,9 per cento del valore totale dei pagamenti, pari a circa 43.500 transazioni al giorno per un controvalore di oltre 140 miliardi di euro (tav. H3). I flussi immessi nel sistema di compensazione BI-COMP e i saldi del contante dei sistemi di regolamento dei titoli hanno rappresentato rispettivamente l'8,2 e il 5,9 per cento del complesso dei pagamenti.

I flussi regolati in BI-REL sono aumentati nell'anno del 7,9 per cento (tavv. H3 e aH12), per effetto della sensibile crescita dei pagamenti interni (oltre il 19 per cento) che ha più che compensato la lieve diminuzione (3 per cento) di quelli transfrontalieri. L'aumento della componente interna è attribuibile nella quasi totalità ai flussi provenienti dal sistema Express II (tav. aH12). Pur mostrando un lieve calo in termini di valore, le operazioni transfrontaliere sono aumentate in numero (9 per cento) risentendo, come negli anni precedenti, dell'intenso ricorso a BI-REL per il regolamento dei pagamenti di importo contenuto, di natura commerciale (cresciuti di oltre il 10 per cento); il valore medio unitario dei bonifici transfrontalieri è passato da 130.000 a poco più di 120.000 euro.

Le banche di maggiore dimensione e le filiali di banche estere hanno gestito complessivamente oltre l'80 per cento dell'ammontare dei trasferimenti transfrontalieri da e verso i paesi della UE (tavv. aH16 e aH17). I flussi delle banche italiane sono diretti in prevalenza verso controparti aderenti ai sistemi RTGS tedesco (30 per cento del totale), francese e inglese (14 per cento ciascuno); le filiali di banche estere presentano una più elevata quota di traffico con controparti del Regno Unito (36 per cento).

TARGET è di gran lunga il più importante dei sistemi di pagamento europei che trattano operazioni in euro di elevato ammontare, e nel corso degli anni questa posizione si è andata consolidando. Nel 2004 esso ha gestito in media giornaliera oltre 267.000 operazioni, per un controvalore superiore a 1.700 miliardi di euro (rispettivamente, il 58 e l'88 per cento dei trasferimenti di fondi effettuati attraverso i principali sistemi della UE; tav. H3).

**SISTEMI DI REGOLAMENTO LORDO E NETTO NELLA UE
PER PAGAMENTI DI IMPORTO ELEVATO**
(flussi medi giornalieri in miliardi di euro)

Paesi	2003				2004				Totale variazioni percentuali 2004/2003
	TARGET				TARGET				
	Interni (1)	Transfron- taliere in uscita	Transfron- taliere in entrata	Totale (1)	Interni (1)	Transfron- taliere in uscita	Transfron- taliere in entrata	Totale (1)	
Sistemi di regolamento lordo (TARGET)									
Italia	63,9	33,2	33,2	130,3	76,2	32,2	32,2	140,6	7,9
Germania	363,6	140,5	140,5	644,6	344,7	143,1	143,2	631,0	-2,1
Francia	302,3	75,5	75,5	453,3	337,9	80,7	80,6	499,2	10,1
Spagna	255,2	20,1	20,1	295,4	265,0	22,6	22,6	310,2	5,0
Paesi Bassi	37,2	46,6	46,6	130,4	41,4	49,7	49,7	140,8	8,0
Altri UEM	61,7	108,0	108,0	277,7	58,9	115,4	115,4	289,7	4,3
Totale UEM	1.083,9	423,9	423,9	1.931,7	1.124,1	443,7	443,7	2.011,5	4,1
Paesi non UEM	29,4	113,0	113,0	255,4	25,9	120,4	120,4	266,7	4,4
Totale UE	1.113,3	536,9	536,9	2.187,1	1.150,0	564,1	564,1	2.278,2	4,2
Sistemi di compensazione									
Paris Net Settlement (PNS)				70,5				67,5	-4,3
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)				1,2				0,9	-25,0
EBA Euro Clearing System (Euro1)				175,4				170,4	-2,9
Totale altri sistemi				247,1				238,8	-3,4

Fonte: Banca centrale europea e Banca d'Italia. Per la definizione dei sistemi di compensazione esteri cfr. nell'Appendice la sezione: *Glossario*.

(1) Il confronto tra i pagamenti interni è influenzato da alcune specificità nell'architettura dei sistemi di regolamento lordo nazionali, che rendono possibili operazioni di trasferimento di liquidità tra conti dello stesso soggetto in assenza di una sottostante transazione. Questa tipologia di pagamenti è presente nei sistemi tedesco, francese e spagnolo.

Rispetto al 2003, i flussi complessivamente regolati in TARGET sono aumentati del 2 per cento in numero e del 4 per cento in importo. I pagamenti regolati in Euro1, il maggiore tra i sistemi alternativi a TARGET, sono stati pari in media giornaliera a 170 miliardi di euro, con una riduzione del 3 per cento rispetto al 2003 (tav. H3); in termini di numero i pagamenti regolati in Euro1 sono invece aumentati del 5,7 per cento.

Le banche centrali dei paesi che nel maggio 2004 sono entrati a far parte della UE possono accedere a TARGET sia mediante un proprio sistema di regolamento, sia ricorrendo ad altre soluzioni tecnico-operative, compresa l'apertura di un conto di corrispondenza presso una banca centrale dell'Eurosistema. Aderendo a quest'ultima opzione, nel dicembre 2003 la banca centrale polacca ha comunicato di voler connettersi a TARGET mediante il sistema BI-REL. Dopo due anni di attività preparatorie, che hanno interessato la cornice giuridica e gli aspetti tecnico-operativi dell'iniziativa e che hanno richiesto una costante cooperazione tra le due banche centrali e tra esse e la BCE, la connessione è divenuta operativa lo scorso 7 marzo. È il cambiamento di maggior rilevanza registrato da TARGET sin dal suo avvio, nel 1999. Prefigura la possibilità di decisioni analoghe da parte di altri paesi recentemente entrati o che entreranno a far parte della UE.

Nel maggio 2004 si è conclusa la migrazione al nuovo BI-REL, avviato il 16 giugno 2003. Alla fine dello scorso marzo i partecipanti diretti al sistema erano 119, rispetto ai 661 titolari di conto di gestione nel precedente sistema (tavv. aH14 e aH15).

La riduzione è dovuta alle nuove modalità di accesso, che prevedono anche la partecipazione indiretta. Al 31 marzo 2005 i partecipanti indiretti a BI-REL erano 645; alla stessa data erano comunque operativi 354 conti accentrati esterni al sistema, nei quali vengono regolate operazioni non legate all'effettuazione di pagamenti.

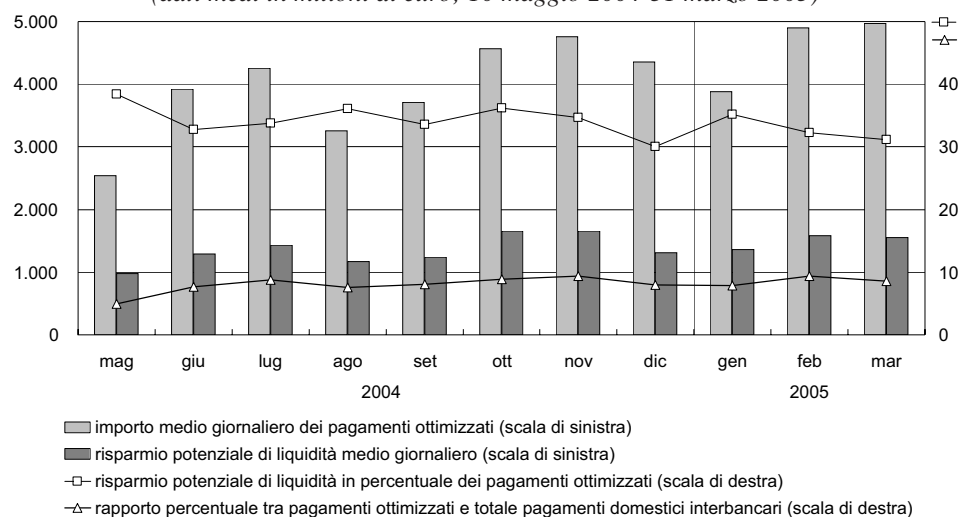
Al termine del periodo di migrazione è stato introdotto in BI-REL il meccanismo di ottimizzazione dei pagamenti interbancari domestici in lista di attesa. Dall'introduzione del meccanismo allo scorso marzo i pagamenti regolati tramite ottimizzazione sono stati in media giornaliera circa 900, per un importo superiore ai 4 miliardi di euro.

Nel corso di tale periodo l'importo medio dei pagamenti ottimizzati è lievemente aumentato (fig. H1). L'incidenza rispetto al totale dei flussi a debito delle banche è stata pari al 4,4 per cento in termini di importo e al 3,1 per cento in termini di numero (8,4 e 4,3 per cento, rispettivamente in importo e numero, se si considerano solo le tipologie di pagamento soggette a ottimizzazione). Il risparmio potenziale di liquidità associato a questo meccanismo è risultato stabile intorno al 34 per cento dell'importo dei pagamenti ottimizzati (fig. H1).

L'utilizzo medio dell'anticipazione infragiornaliera è aumentato del 50 per cento rispetto al 2003, attestandosi su un valore medio giornaliero di 3,5 miliardi di euro; l'incremento è connesso con l'entrata a regime (il 26 gennaio 2004) del sistema di regolamento dei titoli Express II. Peraltro, l'utilizzo dell'anticipazione infragiornaliera si è confermato contenuto in

Fig. H1

OTTIMIZZAZIONE DEI PAGAMENTI IN LISTA DI ATTESA IN BI-REL
(dati medi in milioni di euro; 10 maggio 2004-31 marzo 2005)



Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

relazione sia ai flussi regolati (3 per cento), sia all'ammontare dei titoli versati a garanzia (23 per cento), anche per il comportamento precauzionale degli operatori, che hanno sensibilmente aumentato i titoli in deposito. L'evoluzione della domanda di credito infragiornaliero ha evidenziato un processo di graduale "apprendimento" delle banche, che nella seconda parte dell'anno hanno ridotto le garanzie in presenza di un utilizzo delle linee di credito sostanzialmente invariato (tav. H4).

Tav. H4

TITOLI A GARANZIA IN DEPOSITO PRESSO LA BANCA D'ITALIA
(consistenze medie; milioni di euro)

Periodi	Garanzie costituite in favore della Banca d'Italia								Garanzie costituite in favore delle BCN estere
	Anticipazione infragiornaliera				Pronti contro termine di politica monetaria				
	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	
	CCBM	Links			CCBM	Links	Titoli italiani via CCBM		
2003	6.229	1.911	1.884	10.024	6.681	—	2.399	9.080	56.704
2004 - I trim. ...	7.194	3.866	1.894	12.954	5.020	—	3.751	8.771	59.972
II »	7.407	3.189	3.074	13.670	7.106	—	5.507	12.613	63.115
III »	6.561	2.476	3.258	12.295	9.993	—	6.562	16.555	64.113
IV »	6.161	2.363	3.502	12.026	11.864	223	7.586	19.673	61.683
2005 - I trim....	5.722	1.732	4.051	11.505	9.226	284	8.624	18.134	54.931

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La componente costituita dai titoli depositati negli altri paesi dell'UEM rappresenta ormai la metà del valore delle garanzie costituite a fronte del credito infragionaliero. La sostituzione dei titoli depositati in Italia è avvenuta in seguito al maggior ricorso ai collegamenti bilaterali tra i depositari centralizzati, essendo rimasta sostanzialmente stabile la quota dei titoli gestiti nell'ambito del modello delle banche centrali corrispondenti (CCBM). Nel quadro degli accordi volti a unificare la lista delle tipologie di attività stanziabili, nel febbraio del 2005 il Consiglio dei Governatori ha deciso di includere – a partire dal 1 gennaio 2007 – i prestiti bancari nella lista delle attività idonee a garantire le operazioni di credito dell'Eurosistema.

Le tesorerie bancarie hanno utilizzato intensamente la riserva di liquidità per i pagamenti urgenti, che si è commisurata a 5,7 miliardi di euro medi giornalieri, oltre il 40 per cento dei fondi disponibili per l'intero sistema nel corso della giornata.

BI-REL ha mediamente regolato ogni giorno quasi 1.000 pagamenti urgenti, per un importo di 4,3 miliardi di euro; tali operazioni includono anche quelle con priorità urgente predefinita (CLS, Euro1, BI-COMP, ciclo diurno di Express II). In termini di importo, la quota più significativa è costituita dai saldi del ciclo diurno di Express II (24 per cento) e di BI-COMP (17 per cento), nonché dalle operazioni interbancarie transfrontaliere (16 per cento). In termini di numero, invece, è significativa l'incidenza delle operazioni domestiche per conto della clientela, l'82 per cento dei pagamenti urgenti. Il ricorso ai pagamenti urgenti risulta concentrato presso un numero limitato di operatori, in prevalenza filiali di banche estere e istituti di grande dimensione.

Il contributo dei sistemi ancillari. – La parte prevalente dei flussi di pagamento immessi in BI-REL proviene dai sistemi ancillari (BI-COMP, Express II), dal mercato interbancario (e-MID) e dai sistemi di pagamento internazionali (CLS, Euro1). Nel 2004 tale tipologia di pagamenti ha evidenziato una crescita generalizzata.

I saldi multilaterali di BI-COMP sono ammontati a oltre 300 miliardi di euro, in aumento dell'11 per cento rispetto al 2003 (tav. aH13).

In presenza di una "capacità compensativa" (espressa dal rapporto tra saldi regolati e flussi trattati) rimasta in BI-COMP sostanzialmente invariata (10,7 per cento; tav. aH13), l'aumento è attribuibile alla crescita delle operazioni trattate da tale sistema, pari al 6 per cento. Sono aumentati i pagamenti immessi nel sottosistema "Dettaglio" (in particolare i bonifici di importo ridotto), dell'8,5 in valore e del 4 per cento in numero. La "Recapiti locale" ha invece registrato una contrazione dell'operatività, lieve in termini di importo (1,5 per cento), più significativa (quasi 8 per cento) in termini di numero delle partite presentate in stanza.

Il 26 gennaio 2004, con la cessazione della Liquidazione dei titoli, gestita dalla Banca d'Italia, è divenuto pienamente operativo il sistema Express II. Negli undici mesi terminanti in dicembre il controvalore in euro

dei saldi multilaterali a debito regolati in BI-REL dagli intermediari nei due cicli di compensazione di Express II si è attestato su una media giornaliera di 8,2 miliardi di euro (6,1 dei quali regolati nel ciclo notturno), superiore al valore medio giornaliero di 5,5 miliardi registrati dai saldi della Liquidazione dei titoli nello stesso periodo del 2003. Le operazioni in titoli stralciate dai cicli di regolamento notturno per effetto di incapacienze e ripresentate nel ciclo diurno hanno generato un flusso di pagamenti in BI-REL pari, in media giornaliera, a 5,1 miliardi di euro.

Attraverso la componente lorda di Express II sono confluiti giornalmente in BI-REL oltre 760 ordini di pagamento per operazioni diverse dai pronti contro termine di politica monetaria (410 nel 2003), per un controvalore superiore a 9,9 miliardi di euro (4,2 miliardi nel 2003).

L'incremento del controvalore regolato in BI-REL attraverso il servizio di liquidazione lorda è legato: i) all'anticipo del regolamento dei saldi multilaterali in titoli all'inizio della giornata operativa, che consente agli intermediari di negoziare gli strumenti finanziari per un arco temporale più ampio rispetto al passato; ii) all'inclusione di nuove tipologie di operazioni provenienti dai mercati regolamentati MTS e MOT; iii) alla necessità di acquisire titoli utili a coprire le incapacienze sui conti in titoli verificatesi nei cicli di regolamento netto diurno e notturno.

Nel 2004 l'importo delle operazioni a debito e a credito in BI-REL per il regolamento dei pronti contro termine di politica monetaria è stato pari a 330 miliardi di euro (181 miliardi nel 2003). L'incremento è principalmente legato alle modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria introdotte nel marzo 2004. In particolare, il passaggio a una frequenza settimanale per le operazioni di rifinanziamento principale ha portato a un aumento degli importi medi aggiudicati alle aste dell'Eurosistema.

Gli scambi conclusi nell'e-MID tra controparti domestiche e regolati automaticamente in BI-REL si sono ridotti dell'1,4 per cento, commisurandosi a 5.680 miliardi di euro (tav. aH12). Le operazioni effettuate nello stesso mercato tra gli operatori residenti e i partecipanti in accesso remoto, regolate in BI-REL tramite pagamenti transfrontalieri in entrata e in uscita, sono invece aumentate del 17 per cento, superando i 1.700 miliardi di euro.

I pagamenti effettuati nel sistema multivalutario CLS dalle due banche italiane che vi partecipano direttamente e da esse regolati in BI-REL si sono attestati in media giornaliera intorno ai 300 milioni di euro, in crescita rispetto al 2003. Negli ultimi due anni l'attività in CLS si è sviluppata in misura rilevante, anche per effetto dell'ampliamento del numero dei partecipanti (diretti e non) e dell'inclusione di nuove valute (nel dicembre 2004 si sono aggiunte le valute di Corea del Sud, Sudafrica, Nuova Zelanda e Singapore).

Tra l'avvio di CLS alla fine del 2002 e l'inizio del 2005 il valore medio giornaliero regolato nel sistema è quadruplicato (da 500 a quasi 2.000 miliardi di dollari). Alla fine dello scorso marzo partecipavano al sistema, in qualità di agenti di regolamento, 58 azionisti insediati in 20 paesi; 408 istituti, di cui 10 italiani, vi accedevano in via indiretta. Nell'indagine triennale condotta dalla BRI sul mercato dei cambi, relativa all'aprile 2004, la quota dell'operatività valutaria internazionale regolata attraverso CLS viene stimata al 22 per cento; da quella data, tuttavia, le transazioni regolate tramite il sistema sono aumentate considerevolmente (circa il 50 per cento). Con una quota superiore al 20 per cento delle operazioni regolate, l'euro è la seconda valuta trattata in CLS dopo il dollaro (la cui quota si colloca intorno al 40 per cento).

Le due banche italiane agenti di regolamento concentrano in CLS la quasi totalità dei propri pagamenti connessi con l'operatività in cambi. La partecipazione al sistema ha permesso loro di ampliare notevolmente questo segmento di attività, di beneficiare dell'effetto compensativo indotto dalla partecipazione nonché di semplificare i processi operativi, con la riduzione del relativo rischio. Gli istituti italiani che partecipano indirettamente si avvalgono quasi esclusivamente di grandi banche operanti su scala internazionale e regolano in CLS una quota compresa tra il 50 e il 90 per cento delle operazioni in cambi.

Infine, le banche italiane partecipanti al sistema Euro1 hanno registrato una posizione creditoria netta: i saldi a debito regolati in BI-REL sono stati pari in media giornaliera a poco meno di 500 milioni di euro, circa la metà del valore medio dei saldi a credito.

I trasferimenti verso Euro1, che rappresentano una quota elevata (30 per cento) dei pagamenti disposti nelle ore finali della giornata operativa di BI-REL, sono stati regolati attraverso un limitato ricorso al credito infragiornaliero (2,9 per cento).

Le attività di analisi e controllo di BI-REL e BI-COMP

Negli ultimi mesi del 2004 è stata definita nell'ambito del SEBC la *Guida per l'esercizio della sorveglianza su TARGET (TARGET Oversight Guide - TOG)* che, recependo il contenuto dei documenti già approvati in materia di *oversight* su TARGET dal Consiglio direttivo della BCE, fornisce alle banche centrali uno schema operativo minimo comune per lo svolgimento della funzione.

Secondo quanto prescritto nella TOG, la Banca d'Italia ha predisposto un manuale che definisce i criteri e la metodologia per l'esercizio delle attività di sorveglianza su BI-REL, inerenti il controllo delle varie tipologie di rischio finanziario e tecnico-operativo.

Il manuale adatta alle prescrizioni della TOG lo strumentario analitico sinora utilizzato nell'attività di controllo di BI-REL, introduce i nuovi indicatori statistici previsti

per la valutazione dei rischi e recepisce le prescrizioni circa i riferimenti periodici in merito al funzionamento complessivo del sistema, alle criticità emerse e alle principali innovazioni introdotte.

È stato effettuato un esercizio mirante a valutare l'impatto della connessione del sistema di regolamento polacco in euro SORBNET-EURO a TARGET mediante il collegamento con BI-REL. I risultati dell'esercizio, confermati dalla successiva revisione del SEBC, hanno evidenziato che questo collegamento non ha modificato il livello di conformità di BI-REL ai Principi fondamentali.

Il Comitato per l'Internal Audit del SEBC (IAC) ha disposto l'ispezione delle unità incaricate presso le singole BCN di svolgere l'oversight sulle componenti nazionali di TARGET. Per l'Italia l'accertamento è stato condotto nell'ultimo trimestre del 2004 e ha dato esito favorevole. Tale positiva valutazione ha trovato riscontro nel contesto europeo: l'oversight su BI-REL ha conseguito il giudizio più elevato fra quelli attribuiti alle analoghe funzioni svolte sulle componenti nazionali di TARGET.

Con riguardo alla sicurezza e all'affidabilità tecnica e operativa, all'inizio del 2004 è stata condotta la cosiddetta *risk analysis* di secondo livello di BI-REL.

Tale attività ha l'obiettivo di: valutare la correttezza del processo di analisi seguito dalla funzione operativa (primo livello), che gestisce il sistema; verificare le conclusioni raggiunte, in particolare laddove fossero emerse criticità; esaminare l'opportunità di adattamenti o modifiche alla metodologia. L'analisi di secondo livello ha sostanzialmente confermato il giudizio finale di quella di primo livello sull'accettabilità dei rischi. Nei primi mesi del 2005 è stata inoltre svolta l'analisi degli incidenti occorsi a BI-REL nel 2004; la vulnerabilità ai rischi operativi del sistema è risultata molto ridotta, come conferma anche l'andamento della disponibilità tecnica, superiore ai livelli minimi fissati nella TARGET Guideline (99,92 contro 99,51 per cento).

La Banca d'Italia ha classificato BI-COMP come sistema di importanza "preminente", secondo la metodologia stabilita in ambito SEBC, e lo ha sottoposto alla valutazione di conformità agli standard europei per i sistemi al dettaglio. BI-COMP è risultato pienamente adeguato per quanto riguarda la solidità giuridica, la sicurezza e l'affidabilità operativa, i criteri di accesso e la *governance*. In seguito a tale valutazione, alla fine del 2004 gli schemi contrattuale e tariffario sono stati oggetto di revisione e nel gennaio 2005 è stata emanata una versione aggiornata della Guida per gli operatori.

Dalla fine degli anni novanta le riforme gradualmente introdotte nei sistemi di compensazione e regolamento italiani e il processo di ristrutturazione del sistema creditizio hanno influenzato profondamente le modalità

di partecipazione e l'attività degli intermediari in BI-REL e in BI-COMP. I mutamenti hanno investito in modo particolare il sistema bancario meridionale.

Per quanto attiene ai pagamenti di importo elevato, nei primi anni di operatività di BI-REL partecipava al sistema un'ampia quota delle banche italiane; gli istituti meridionali si caratterizzavano per una contenuta attività in termini di importi trattati. Nel periodo successivo all'introduzione dell'euro, l'ingresso degli intermediari del Centro Nord nel capitale delle principali banche del Mezzogiorno e i processi di accentramento della gestione della tesoreria presso le unità capogruppo hanno determinato per gli istituti meridionali una riduzione dei pagamenti connessi con l'attività nei mercati monetari e finanziari con l'operatività transfrontaliera.

Nell'ambito dei pagamenti immessi in compensazione, le banche del Mezzogiorno si differenziano da quelle situate nelle altre aree del paese per la più elevata incidenza degli assegni, troncati e non, e degli altri strumenti cartacei, e per la minore quota dei bonifici e degli incassi commerciali, utilizzati principalmente dalle imprese. Nel Mezzogiorno è invece diffuso l'utilizzo del bancomat nei pagamenti, coerentemente con le forme prevalentemente liquide di detenzione della ricchezza finanziaria in queste regioni.

Il progetto TARGET2

Il progetto del sistema europeo TARGET2 è entrato nella fase realizzativa. Nel 2006 le banche centrali, le infrastrutture di mercato e gli operatori saranno gradualmente coinvolti nella impegnativa fase dei collaudi. Nella riunione del 16 dicembre 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha formalmente accettato la piattaforma comune offerta dalla Banca d'Italia, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banque de France (3CB) come Single Shared Platform (SSP) in TARGET2 e ha incaricato le stesse banche centrali di realizzare e gestire il nuovo sistema. Nello scorso gennaio i Governatori di tutte le banche centrali dell'UE hanno confermato la propria partecipazione alla SSP, con l'eccezione della banca centrale svedese.

Nel luglio 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha approvato le specifiche funzionali generali della SSP. Successivamente, in ambito SEBC sono state definite le specifiche di dettaglio, sulla base delle quali i sistemi bancari possono avviare i lavori per la successiva fase di migrazione.

Nella menzionata riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha assunto decisioni anche su altri aspetti rilevanti di TARGET2.

Circa la gestione accentrata della liquidità infragiornaliera (liquidity pooling), gli intermediari dell'area dell'euro saranno gli unici a poter effettuare pagamenti avvalendosi dei fondi esistenti sui conti in essere presso le banche centrali dell'Eurosistema; l'informativa sulla liquidità complessivamente disponibile sarà invece estesa alle banche degli altri paesi della UE partecipanti a TARGET2. Per quanto riguarda il regolamento dei sistemi ancillari, le soluzioni offerte dalla SSP sono state ritenute tutte necessarie; ciò favorisce comunque una maggiore armonizzazione dei molteplici modelli attualmente in uso. Per tenere conto delle richieste manifestate dal mercato, è stata prevista una "finestra" tecnica di operatività notturna della SSP per il regolamento dei cicli overnight dei sistemi di regolamento dei titoli, senza che ciò comporti l'apertura notturna di TARGET2. Sull'argomento sono in corso approfondimenti, con l'obiettivo di garantire parità concorrenziale tra i diversi sistemi ancillari europei.

In merito alla *governance* della SSP il SEBC ha previsto una struttura verticale articolata in tre livelli. Al primo, costituito dal Consiglio direttivo della BCE, spettano la direzione strategica e il controllo del sistema. Il secondo livello, coincidente con le banche centrali che partecipano alla SSP, è competente per la configurazione, lo sviluppo e i futuri cambiamenti della piattaforma in base alle indicazioni fornite dal primo livello. Il terzo livello, rappresentato dalle 3CB, è proprietario della SSP ed è responsabile per la realizzazione e la gestione della piattaforma. Specifici accordi contrattuali disciplineranno i rapporti tra il secondo e il terzo livello di *governance*, mentre le relazioni tra le 3CB sono oggetto di un accordo sottoscritto dai rispettivi Governatori nel marzo 2005; le singole banche centrali continuano a essere responsabili per i rapporti con le rispettive comunità bancarie.

Considerazioni di rischio hanno indotto il Consiglio direttivo a privilegiare una migrazione graduale al nuovo sistema per gruppi di paesi anziché un 'big bang' europeo.

Secondo l'attuale pianificazione, il processo terminerà entro la fine del 2007. Le banche centrali sono state suddivise in gruppi e migreranno insieme alle rispettive piazze finanziarie in tre specifiche finestre temporali; ciascuna banca centrale sarà responsabile dell'intero processo per il paese di appartenenza. Le 3CB hanno espresso la preferenza per migrare nella prima finestra. Tuttavia, in considerazione dell'esigenza di contenere i rischi operativi ciascuna di esse migrerà in gruppi diversi; la Banca d'Italia ha accettato la richiesta del SEBC di migrare nella terza finestra e di gestire la piattaforma unica sin dalla fase di avvio.

In considerazione della valenza strategica del progetto, a livello nazionale è stato costituito un apposito gruppo di lavoro, coordinato dalla Banca d'Italia, incaricato di condurre le attività per la migrazione della piazza finanziaria italiana a TARGET2; il gruppo ha condiviso l'orientamento della Banca d'Italia di accogliere la richiesta del SEBC circa lo spostamento della piazza finanziaria italiana nella terza finestra di migrazione .

Al gruppo partecipano i soggetti coinvolti con i ruoli di maggiore criticità nella realizzazione di TARGET2: l'ABI, i gestori dei sistemi ancillari (e-MID, Monte Titoli e Cassa di compensazione e garanzia) e un insieme ristretto di banche rappresentativo di oltre il 70 per cento dei pagamenti regolati in BI-REL.

I servizi di corrispondenza

La gestione delle riserve in euro. – Nel 2004 l'Eurosistema ha definito le caratteristiche dei Servizi di gestione delle riserve in euro (Eurosystem Reserve Management Services - ERMS), che le BCN possono offrire, per conto dell'Eurosistema e secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, ai nuovi Stati membri della UE, alle banche centrali e agli organismi governativi dei paesi non aderenti alla UE. L'offerta di tali servizi ha l'obiettivo di rafforzare il ruolo di valuta internazionale della moneta unica, agevolando le istituzioni internazionali nella gestione delle riserve denominate in euro.

La Banca d'Italia, insieme ad altre cinque banche centrali, ha avviato l'offerta del servizio dal 1° gennaio del 2005. Oltre ad avvalersi delle tradizionali attività di incasso e pagamento, le istituzioni estere che detengono disponibilità presso la Banca d'Italia potranno o investire direttamente in contropartita dell'Istituto o dare a esso mandato perché le impieghi sul mercato monetario e finanziario. I corrispondenti potranno beneficiare di un'ampia gamma di servizi: custodia e regolamento dei titoli emessi nell'area dell'euro; investimento di fondi sul mercato dei depositi interbancari; immissione di ordini sul mercato secondario dei titoli; compravendita di valute dei paesi del G10 contro euro.

L'adesione dell'Istituto all'iniziativa ha comportato un significativo ampliamento dei servizi finora offerti ai corrispondenti esteri. Sono state previste due tipologie di conti: di base, in cui le operazioni, disposte dal cliente estero per il tramite di SWIFT o altri canali (fax, lettera), vengono eseguite manualmente; avanzato, nel quale le transazioni sono disposte dal cliente esclusivamente per il tramite di messaggi conformi agli standard SWIFT e sono eseguite in via automatica. Alla fine dello scorso aprile erano aperti presso la Banca d'Italia 49 conti di corrispondenza, 33 dei quali rientrano nella categoria cui si applicano le condizioni fissate dalla BCE (cosiddetti conti ERMS). Alla fine del primo trimestre del 2005 gli investimenti complessivi in essere sui conti ERMS erano pari a 7,7 milioni di euro.

I pagamenti. – Considerando anche quelle svolte per conto delle Amministrazioni pubbliche, nel 2004 le operazioni di incasso e pagamento effettuate sui conti dei corrispondenti sono state oltre 27.000, in aumento del 10 per cento rispetto all'anno precedente; esse hanno riguardato segnatamente il versamento di stipendi e pensioni. Il 22 per cento dei pagamenti ha riguardato controparti italiane, mentre quasi il 57 per cento ha

interessato controparti estere ed è stato eseguito per il tramite di TARGET. Per l'esecuzione dei pagamenti transfrontalieri di importo ridotto disposti dall'Istituto o dagli intermediari che intendano avvalersi dei servizi da esso prestati, la Banca d'Italia intende accedere all'inizio del 2006 al sistema europeo STEP2, al quale già partecipano alcune banche centrali della UE. L'iniziativa è coerente con l'intendimento del SEBC di favorire l'integrazione nel segmento dei pagamenti al dettaglio, favorendo condizioni di parità concorrenziale per le banche commerciali.

Il modello delle banche centrali corrispondenti (CCBM). – La consistenza dei titoli depositati nell'ambito del CCBM a garanzia delle operazioni di credito dell'Eurosistema è aumentata nella media giornaliera del 25,4 per cento, da 260 a 326 miliardi di euro. In qualità di banca centrale corrispondente la Banca d'Italia continua a svolgere nel CCBM un ruolo di rilievo, gestendo circa un quinto del valore dei titoli depositati. Le controparti inglesi e tedesche continuano a essere i principali utilizzatori dei servizi CCBM della Banca d'Italia: i titoli da esse detenuti rappresentano il 76 per cento del valore delle garanzie custodite presso l'Istituto a favore di banche centrali estere.

Nel 2004 i titoli custoditi presso la Banca d'Italia nel CCBM hanno raggiunto in media i 62 miliardi di euro (tav. H4), in aumento del 9,8 per cento rispetto all'anno precedente; le operazioni di trasferimento transfrontaliero sono salite in numero del 30 per cento (da 6.990 a circa 9.000). È continuata l'azione di monitoraggio svolta dalla Banca d'Italia sui tempi di trattamento delle operazioni su titoli italiani da parte delle banche depositarie, per i quali si è registrato un ulteriore contenimento. In particolare, le operazioni regolate entro mezz'ora dall'arrivo delle relative istruzioni hanno rappresentato nel 2004 il 40 per cento del totale (28 per cento nel 2003). A ciò ha contribuito l'avvio di Express II che, consentendo il regolamento delle transazioni in titoli all'inizio della giornata, ne anticipa la disponibilità per le operazioni successive. L'attività delle banche depositarie nel CCBM continua ad essere fortemente concentrata: i primi quattro istituti hanno effettuato il 93 per cento delle operazioni.

L'emissione di vaglia cambiari e i depositi a garanzia dell'emissione di assegni circolari

Nel 2004 è continuata la tendenza alla riduzione dell'emissione di vaglia cambiari e di assegni circolari, in connessione anche con il più generale processo di sostituzione degli strumenti di pagamento cartacei con quelli telematici. Rispetto all'anno precedente, l'emissione complessiva dei vaglia cambiari ordinari e speciali della Banca d'Italia si è ridotta in termini sia di numero (da 568.465 a 413.055), sia di importo (da 8,9 a 8 miliardi di euro); dal 1999 al 2004 le emissioni di vaglia cambiari sono diminuite del 74,2 per cento in termini di numero e del 28,7 per cento in importo (tav. aH18).

La flessione è stata maggiore per i vaglia speciali, del 38,7 e del 42,7 per cento rispettivamente in termini di numero e importo, contro valori del 13,6 e dell'8 per cento per quelli ordinari. Questi ultimi rappresentano la parte preponderante dei titoli in circolazione (il 53,5 e il 96,4 per cento del totale, rispettivamente in termini di numero e importo). La progressiva, minore incidenza dei vaglia speciali sul totale è attribuibile all'assegnazione alla Poste italiane spa dell'esecuzione dei rimborsi dei crediti Irpef di importo contenuto (inferiori a 1549,39 euro) e alla crescente propensione dei contribuenti ad assolvere all'obbligo della dichiarazione annuale dei redditi con modalità semplificate (mod. 730), che non comportano l'emissione di titoli speciali.

Nel 2004 le banche autorizzate (72 alla fine dell'anno) hanno emesso circa 79.000 assegni circolari, con una riduzione del 5 per cento rispetto all'anno precedente; nel periodo compreso tra il 1999 e il 2004 le emissioni della specie si sono ridotte del 32,5 per cento.

Si sono avute 36 richieste di svincolo dei titoli a garanzia dell'emissione degli assegni, provenienti soprattutto dalle banche più propense a integrare la gestione dei titoli in garanzia con l'attività corrente di tesoreria. Alla fine del 2004 un insieme di 15 intermediari presentava un rapporto titoli in garanzia/assegni circolari prossimo alla soglia minima prevista dalla normativa vigente (20 per cento); alla stessa data, per l'intero sistema bancario l'entità media delle cauzioni depositate si ragguagliava al 24 per cento dell'ammontare degli assegni in circolazione, in linea con il valore del 2003.

La Centrale di allarme interbancaria

Alla fine del 2004 risultavano iscritti nella Centrale 59.953 soggetti, il 3,4 per cento in meno rispetto all'anno precedente. Gli assegni bancari e postali revocati per mancanza di fondi o di autorizzazione erano pari a 241.779, per un importo totale di 1.023 milioni di euro (tav. H5), con una riduzione dell'un per cento nel numero e un incremento dell'8 per cento nell'importo rispetto alla fine del 2003. Analogamente, i flussi mensili di nuove iscrizioni di assegni hanno mostrato un andamento decrescente nel numero e crescente negli importi.

È quindi aumentato l'importo medio degli assegni revocati (4.230 euro rispetto a 3.865 euro nel 2003). Alle famiglie consumatrici ha fatto capo la maggioranza delle revoche, con i due terzi del numero e il 53 per cento dell'importo degli assegni iscritti nell'archivio. Come negli anni precedenti, le segnalazioni si sono concentrate soprattutto nel Sud e nelle Isole, mentre il Nord Est ha mantenuto la più bassa incidenza sul totale nazionale (tavv. H5 e aH20).

Nelle regioni meridionali la distribuzione degli illeciti a carico delle imprese presenta caratteristiche particolari rispetto alle altre aree del Paese, riflettendo la prevalen-

za delle unità produttive di minore dimensione. L'incidenza degli illeciti riconducibili a imprese con più di 5 addetti è pari nel Mezzogiorno al 14 per cento del totale in termini di numero e al 25,5 per cento in termini di importo, sensibilmente inferiore a quanto riscontrato nel resto del Paese (rispettivamente il 20,7 e il 39,4 per cento). Coerentemente, nel Sud e nelle Isole è superiore l'incidenza degli assegni impagati dalle imprese di minori dimensioni (tav. aH20). Nel complesso, l'ammontare medio degli assegni revocati nelle regioni meridionali risulta sensibilmente inferiore rispetto alle altre aree (tav. H5).

Tav. H5

**CENTRALE DI ALLARME INTERBANCARIA:
DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEGLI ASSEGNI REVOCATI (1)**

Area geografica	Soggetti revocati	Assegni impagati			Importo impagato medio	
	Numero	Numero	Composizione %	Importo in milioni di euro	Composizione %	Euro
Nord Ovest	11.378	37.757	15,6	191,9	18,8	5.083
Nord Est	5.219	17.489	7,2	100,6	9,8	5.751
Centro	11.745	49.209	20,4	222,7	21,8	4.526
Sud e Isole	31.297	135.900	56,2	501,0	49,0	3.687
Estero	314	1.424	0,6	6,6	0,6	4.628
Totale ...	59.953	241.779	100,0	1.022,8	100,0	4.230

Fonte: Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Elaborazioni sulle consistenze al 31.12.2004.

Il fenomeno si è concentrato presso pochi intermediari: oltre la metà dell'importo e il 59 per cento del numero degli assegni iscritti sono stati segnalati dall'1,7 per cento degli enti trattari (10 su un totale di 578).

Fra i soggetti iscritti nella CAI è aumentata la quota di coloro che sono stati segnalati più di una volta nello stesso anno: nel 2004 i soggetti "recidivi" hanno rappresentato il 2,5 per cento degli iscritti, mentre nel 2003 costituivano l'1,5 per cento. Il rapporto fra l'ammontare degli assegni iscritti nell'archivio e di quelli regolarmente addebitati sui conti si è mantenuto intorno allo 0,24 per cento.

Nelle regioni meridionali gli sportelli appartenenti alle banche del Centro Nord o a istituti da esse controllati evidenziano una minore incidenza degli assegni impagati: per queste dipendenze, il rapporto fra l'ammontare dei titoli illeciti e di quelli andati a buon fine è pari allo 0,36 per cento, mentre per le banche a proprietà locale lo stesso indicatore è pari a 0,52 per cento; inoltre, tra i soggetti iscritti nella CAI la percentuale di quelli "recidivi" nel corso dell'anno è più bassa tra i clienti delle dipendenze di banche o gruppi del Centro Nord (meno del 3 per cento) rispetto a quanto registrato per le altre banche del Meridione (4,9 per cento).

Nel 2004 sono stati iscritti nel segmento della CAI relativo all'utilizzo improprio di carte di pagamento 72.230 soggetti, il 28,7 per cento in più rispetto all'anno precedente; alla fine dell'anno erano presenti nell'archivio 124.963 nominativi, il 40 per cento dei quali domiciliati nel Sud e nelle Isole, e 4.220.197 carte di pagamento smarrite, sottratte o revocate. Anche nel 2004 il fenomeno si è concentrato presso pochi operatori, bancari e non, non necessariamente di grande dimensione: i primi 10 intermediari hanno segnalato più dell'80 per cento dei soggetti. Le componenti dell'archivio relative alle carte di pagamento (Carter e Procar) sono divenute operative nel dicembre 2002. I dati identificativi inseriti in seguito alle revoche all'utilizzo delle carte restano iscritti in archivio per due anni. Il totale dei soggetti registrati alla fine del 2004 comprende, quindi, anche le segnalazioni inserite nel 2003.

Lo scorso 26 aprile la struttura della CAI è stata completata con l'avvio degli ultimi due segmenti, relativi agli Archivi sanzioni amministrative (ASA) e penali (ASP) applicate per l'emissione di assegni senza autorizzazione o senza provvista. L'integrazione è coerente con quanto previsto dal D.lgs. 30 dicembre 1999, n. 507 e dalla normativa secondaria di attuazione. Le segnalazioni relative ad ASA e ASP vengono effettuate, rispettivamente, dai Prefetti e dall'Autorità giudiziaria.

I servizi di pagamento offerti alle amministrazioni pubbliche

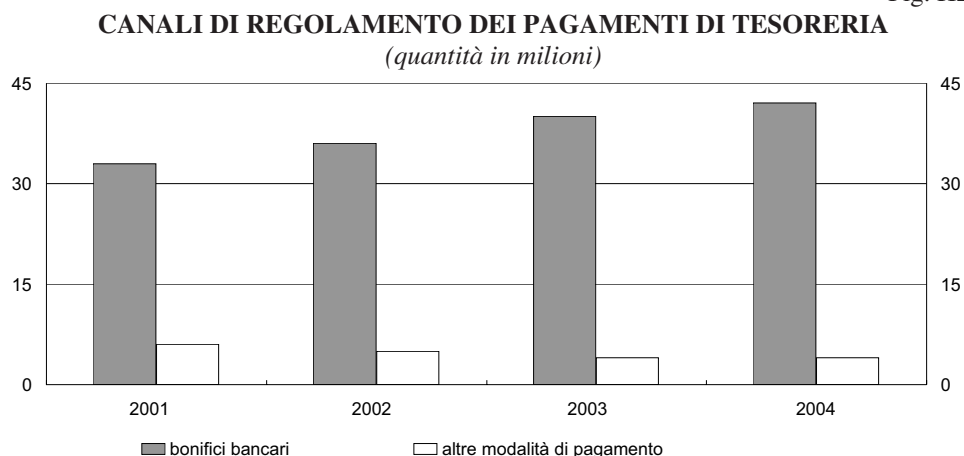
Nel 2004 l'azione della Banca è stata rivolta a consolidare ed estendere il processo di informatizzazione del sistema dei pagamenti pubblici, dando ulteriore impulso all'integrazione della tesoreria statale nelle procedure interbancarie. In parallelo proseguono le attività per l'adeguamento del quadro giuridico di riferimento agli sviluppi della tesoreria telematica. Allo scopo di soddisfare l'esigenza del Ministero dell'Economia e delle Finanze di disporre di informazioni tempestive e complete sull'andamento dei conti degli enti pubblici, sono stati compiuti passi significativi per la realizzazione e l'utilizzo del Sistema Informativo delle operazioni degli enti pubblici (SIOPE).

Sono a uno stadio avanzato le adesioni delle Amministrazioni centrali dello Stato al Sistema informatizzato dei pagamenti della pubblica Amministrazione (SIPA). Dopo l'avvio delle procedure relative alle spese fisse e ai conti correnti telematici, il 92 per cento delle disposizioni di pagamento perviene per il tramite di flussi informatici. Sono in corso iniziative per completare l'informatizzazione della spesa decentrata dello Stato che consentirà anche agli ordinatori secondari di avvalersi del collegamento RUPA/RNI. Sono state avviate, inoltre, le attività per l'adeguamento del mandato informatico alla struttura logica e trasmissiva

del SIPA. La realizzazione della tesoreria telematica secondo lo schema architetturale del SIPA ha creato le condizioni per avviare, d'intesa con il Ministero dell'Economia e delle finanze e con l'ABI, una procedura che verifica la correttezza delle coordinate bancarie dei creditori delle Amministrazioni pubbliche e procede al loro allineamento automatico, riducendo il numero delle disposizioni non andate a buon fine. Nel quadro della creazione della SEPA per i pagamenti retail, l'iniziativa della Banca ha consentito di indirizzare anche i pagamenti pubblici verso l'utilizzo della codifica IBAN, quale standard riconosciuto a livello europeo per l'indicazione delle coordinate bancarie.

Il progetto per l'accredito dei titoli di spesa cartacei nei conti correnti dei creditori con l'utilizzo del bonifico, realizzato nell'anno, consente alle banche e alla Poste italiane spa di ricevere via rete i dati informativi e contabili relativi ai pagamenti e, quindi, di riconoscere le somme sui conti dei beneficiari senza attendere la documentazione in precedenza trasmessa dalle tesorerie: ne deriva una forte contrazione dei tempi per l'esecuzione delle operazioni e una maggiore efficienza nel sistema dei pagamenti pubblici. A breve termine, il bonifico sarà introdotto tra gli strumenti per effettuare versamenti in tesoreria che saranno automaticamente finalizzati sui conti di destinazione. Nel corso del 2004 il canale interbancario è stato utilizzato per effettuare circa il 92 per cento dei 45 milioni di pagamenti di tesoreria. Con la procedura per l'acquisizione delle entrate tributarie e dei contributi (delega unica) sono stati eseguiti bonifici per circa 362 miliardi di euro (fig. H2).

Fig. H2



La "dematerializzazione" dei documenti di entrata relativi alle contabilità speciali, realizzata nell'anno, ha avviato il segmento della tesoreria telematica riguardante l'acquisizione delle entrate. Le informazioni relative alle entrate affluite nelle contabilità speciali sono ora memorizza-

te negli archivi informatici e saranno trasmesse con modalità telematica ai titolari dei conti che si collegheranno alla RUPA.

Il progetto è connesso con la realizzazione di una nuova procedura, pure avviata nell'anno, che consente a ciascuna tesoreria provinciale di accreditare direttamente i conti della tesoreria centrale, nonché le contabilità speciali e i conti di tesoreria unica delle consorelle. La conseguente eliminazione delle quietanze di trasferimento fondi permette di rilevare analiticamente i dati concernenti la provenienza delle somme accreditate sui conti e la destinazione di quelle prelevate, potenziando la capacità informativa della tesoreria. È stato pianificato il completamento della "dematerializzazione" dei documenti di entrata anche per i versamenti affluiti al bilancio statale.

In collaborazione con il Ministero dell'Economia e delle finanze, proseguono le attività relative alla realizzazione del SIOPE, affidato in gestione alla Banca d'Italia. Dopo la definizione dei codici per la classificazione della spesa delle amministrazioni statali, il Ministero dell'Economia e delle finanze ha emanato i decreti contenenti la codificazione, le modalità ed i tempi per l'attuazione del SIOPE per le Regioni, gli Enti locali e le Università, individuati da un gruppo di lavoro al quale ha partecipato anche la Banca. Le attività proseguiranno con la codifica delle operazioni degli altri enti pubblici, a partire dalle ASL.

La legge 30 dicembre 2004, n. 311 (legge finanziaria per il 2005) ha previsto l'avvio di una fase di sperimentazione degli effetti del totale superamento del sistema di tesoreria unica per alcuni enti territoriali, da individuarsi con decreto ministeriale tra quelli in grado di collegarsi tramite il proprio tesoriere al SIOPE. In previsione di tale adempimento, con alcune banche tesoriere sono stati portati a termine i collaudi dell'applicazione per la trasmissione delle informazioni codificate: a breve, gli enti partecipanti alla sperimentazione e i loro tesorieri saranno coinvolti nei test finali della procedura.

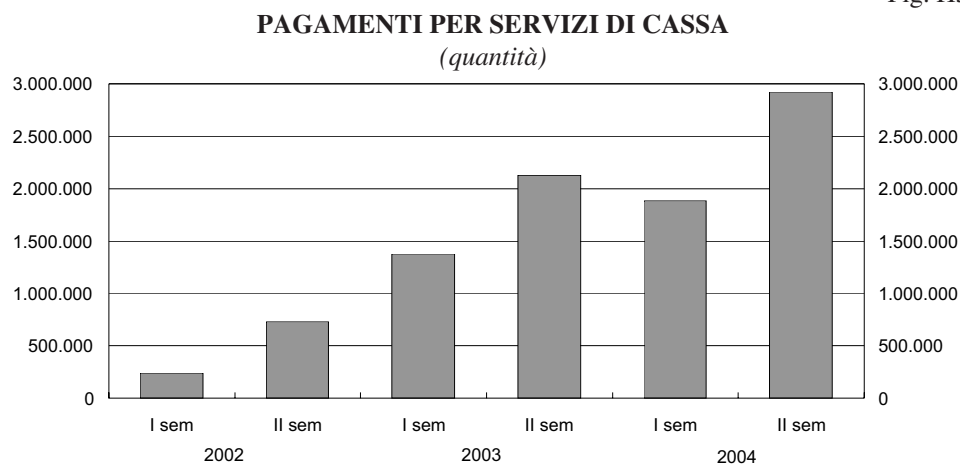
D'intesa con il Ministero dell'Economia e delle finanze si stanno definendo le modalità di accesso al SIOPE; le analisi in corso mirano alla individuazione dei dati analitici e aggregati da mettere a disposizione dello stesso Ministero, degli Enti pubblici e degli altri soggetti interessati per finalità di verifica tempestiva dell'andamento dei flussi di cassa e di costruzione di indicatori significativi sull'evoluzione della spesa pubblica; in tale contesto si pone particolare attenzione ai profili della sicurezza informatica e della riservatezza dei dati.

Allo scopo di coinvolgere maggiormente nel progetto gli enti e i loro tesorieri, d'intesa con la Ragioneria generale dello Stato, è stato organizzato un ciclo di incontri per illustrare gli obiettivi e l'architettura tecnologica del SIOPE; il livello di partecipazione e l'interesse suscitato mostrano che

il progetto è ampiamente condiviso dai soggetti interessati i quali ne hanno colto gli aspetti di miglioramento delle proprie attività di gestione dei flussi finanziari e di controllo dell'andamento degli stessi.

Per i profili normativi, le Istruzioni sui servizi di tesoreria, in corso di redazione, recepiranno i nuovi iter amministrativi relativi all'acquisizione delle entrate e all'erogazione della spesa pubblica con modalità telematiche. Il nuovo quadro giuridico rinvia per gli aspetti procedurali ai protocolli di intesa e agli accordi tecnici sottoscritti tra la Banca, il Ministero dell'Economia e delle finanze e le Amministrazioni pubbliche. Lo strumento convenzionale risulta particolarmente indicato a recepire in maniera flessibile e rapida gli impatti che l'evoluzione della tecnologia determina sui procedimenti di spesa.

Fig. H3



L'esecuzione dei servizi di pagamento in ambito UEM per conto delle amministrazioni dello Stato, previsto dal DPR 15 dicembre 2001, n. 482, ha dato luogo nell'anno all'emissione di circa 11.000 mandati informatici; a un livello analogo si sono collocati i pagamenti dell'Agenzia delle entrate per rimborsi IVA, per i quali ci si avvale temporaneamente dell'UIC. È allo studio un progetto per la canalizzazione automatica delle operazioni nei sistemi di regolamento dell'area UEM.

Nel 2004 sono stati rinnovati gli accordi relativi ai servizi di cassa svolti per conto delle Agenzie fiscali e sono state sottoscritte convenzioni con l'INPS, per l'esecuzione dei pagamenti per prestazioni temporanee dovuti ad alcune categorie di assicurati e con l'INPDAP, per il pagamento dei trattamenti pensionistici in ambito UEM.

Il volume dei pagamenti effettuati nel corso del 2004 per i servizi di cassa è stato pari a circa 4.800.000 operazioni, con un incremento del 37 per cento rispetto al 2003 (fig. H3).

III. – CONSIDERAZIONI FINALI

Signori Partecipanti, Autorità, Signore, Signori,

la città di Roma ha di recente attirato su di sé l'attenzione del mondo. In essa si sono ritrovati Capi di Stato e di Governo, Rappresentanti delle Religioni, milioni di uomini e di donne per onorare il Pontefice, l'uomo che ha lasciato una vasta orma nella storia.

Lo hanno fatto riconoscendosi accomunati da un ideale di reciproca comprensione, dall'aspirazione a una solidale convivenza, alla pace.

Al Successore, uomo di preclara cultura, figlio dell'umanesimo dell'Europa profonda, giungano gli auguri di tutti noi di continuare l'opera per una più piena collaborazione tra popoli e nazioni, propiziatrice di crescita umana e civile a livello universale.

La Banca d'Italia e i suoi dipendenti sono stati impegnati, anche nell'anno trascorso, a servire il Paese e le sue specificità regionali e locali.

La collaborazione con le altre banche centrali, nel sistema europeo e in quello globale, rimane intensa e coinvolgente sul piano tecnico e per la definizione di orientamenti e politiche a beneficio della comunità finanziaria e dell'economia internazionale.

La Vigilanza, attraverso la struttura centrale e periferica, opera a tutela della stabilità, della concorrenza, dell'efficienza dei servizi resi dagli intermediari all'economia produttiva.

Nel settore dei pagamenti, entrato a regime il sistema BI-Rel al quale partecipa, attraverso la nostra rete, la Polonia, gli sforzi sono concentrati nella realizzazione, con le banche centrali tedesca e francese, della piattaforma comune per l'area dell'euro.

Il nuovo sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici permetterà la rilevazione analitica, in tempo reale, delle spese e delle entrate delle amministrazioni centrali e locali. È uno strumento indispensabile di conoscenza in un contesto istituzionale nel quale si accresce l'importanza dell'attività a livello decentrato.

Procede intensa nei Servizi e nelle Filiali l'attività di sistematica raccolta di dati, di analisi, di ricerca. I risultati sono messi a disposizione degli Organi dello Stato, della comunità economica e finanziaria, dei cittadini.

Il riconoscimento della professionalità, del rigore, della qualità dell'azione della Banca è unanime e consolidato in ambito internazionale.

Ai ricercatori e ai funzionari del Servizio Studi, della Vigilanza, degli altri Servizi che hanno redatto la Relazione annuale, fonte preziosa di informazioni e di analisi sull'economia e sulla finanza, va la gratitudine per lo straordinario impegno.

Al personale che, riconoscendosi nell'agire e negli obiettivi dell'Istituto, ha operato nell'Amministrazione centrale e nelle Filiali con professionalità e alacrità, va il ringraziamento del Consiglio Superiore, del Direttorio, mio personale.

L'economia mondiale

Nel corso del 2004 ha continuato ad aumentare, sia pure a un ritmo rallentato rispetto agli anni precedenti, il grado di liquidità dell'economia mondiale. Nell'insieme dei sette maggiori paesi industriali il rapporto tra moneta e prodotto era pari al 66 per cento nel 1998; è progressivamente salito fino a raggiungere il 75 per cento nello scorso anno.

I tassi di interesse a breve termine, deflazionati per l'andamento dei prezzi al consumo, erano intorno al 3 per cento nel 1998; sono rapidamente diminuiti divenendo, nel 2003, negativi per mezzo punto percentuale; nella seconda metà del 2004 sono tornati in prossimità dello zero.

I rendimenti a lunga scadenza, sempre in termini reali, sono discesi intorno all'1 per cento.

La robusta espansione monetaria ha sospinto la crescita economica a livello globale.

La caduta congiunturale dell'attività negli Stati Uniti nel 2001, gli attentati terroristici del settembre e le successive azioni belliche in Medio Oriente avevano bruscamente rallentato l'attività nelle economie industriali.

L'inversione di tendenza è derivata dall'impulso impresso dalla politica di bilancio negli Stati Uniti. I tassi di interesse, particolarmente contenuti, hanno risollevato gli investimenti in edilizia e favorito la domanda di beni di consumo durevoli. Sono ripresi, nel corso del 2003, anche gli acquisti di beni strumentali da parte delle imprese.

Si sono ridotti i premi al rischio; sono tornati ad aumentare gli afflussi di capitale e gli investimenti nelle economie emergenti.

Il prodotto mondiale è aumentato nel 2004 del 4,0 per cento, in termini reali. Ponderando le produzioni nazionali sulla base dei poteri di acquisto, la crescita è del 5,1 per cento, la più alta da oltre due decenni.

L'espansione monetaria non ha avuto conseguenze di rilievo sull'inflazione. Nel 2004 i prezzi al consumo sono saliti in media del 2 per cento nei maggiori paesi industriali e del 2,7 negli Stati Uniti. In Giappone si è attenuata la prolungata deflazione. Nell'area dell'euro i prezzi sono aumentati del 2,1 per cento.

La crescita della produttività nelle economie industriali ha più che compensato, negli ultimi anni, l'incremento delle retribuzioni; fanno eccezione, in Europa, la Spagna e l'Italia.

L'espansione della domanda mondiale ha tuttavia generato tensioni nei prezzi delle materie prime, soprattutto di quelle energetiche; le quotazioni del petrolio greggio sono più che raddoppiate in termini reali rispetto al valore medio degli anni novanta. Ne hanno risentito, nonostante la riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto, gli andamenti dei prezzi alla produzione nelle economie avanzate.

Nelle economie emergenti l'inflazione rimane in media più alta che nei paesi industriali; è nettamente diminuita rispetto agli anni precedenti.

Negli Stati Uniti il rischio di un aumento delle pressioni inflazionistiche ha spinto la Riserva federale, dalla metà del 2004, a un graduale aumento dei tassi di interesse, attuato finora per due punti percentuali, fino al 3 per cento. Nell'area dell'euro il rallentamento congiunturale nel corso dell'anno e il miglioramento atteso dell'inflazione hanno condotto alla decisione di lasciare immutato al 2 per cento il tasso di riferimento ufficiale.

In più paesi l'espansione della liquidità si è riflessa sul valore degli immobili. Negli Stati Uniti, tra il 2000 e il 2004, l'incremento dei prezzi delle abitazioni è risultato del 37 per cento. Nel Regno Unito l'aumento è stato particolarmente intenso fino al 2003; dalla fine di quell'anno è stato contrastato dalla politica monetaria fattasi più restrittiva; negli ultimi quattro anni l'aumento ha comunque raggiunto l'85 per cento. In Italia la crescita

dei prezzi delle abitazioni nel quadriennio è risultata del 46 per cento; in Spagna dell'86.

In Germania la tendenza alla riduzione dei prezzi degli immobili, connessa con l'eccesso di investimenti nei primi anni novanta, si è arrestata. In Giappone i valori immobiliari hanno continuato a diminuire, sia pure in misura inferiore al passato.

Le quotazioni azionarie, tra la primavera del 2003 e i primi mesi di quest'anno, hanno segnato, su tutti i principali mercati, rialzi tra il 40 e il 50 per cento. Hanno beneficiato della riduzione dei tassi di interesse e del cospicuo incremento degli utili. L'accresciuta liquidità e i bassi rendimenti hanno spinto gli operatori ad assumere posizioni più rischiose; si è nettamente ridotta la volatilità delle quotazioni.

I rendimenti dei titoli pubblici decennali, sul mercato americano e su quello europeo, dopo un aumento nella prima metà dello scorso anno, sono discesi a livelli molto bassi. Nei primi mesi del 2005 si è osservato un incremento della variabilità dei corsi; sono aumentati i premi per il rischio sulle obbligazioni private e su quelle dei paesi emergenti; sono temporaneamente risaliti i rendimenti delle obbligazioni pubbliche.

I rendimenti dei titoli pubblici a lungo termine si collocano su livelli tuttora contenuti, pari, sulla scadenza decennale, al 4,1 per cento negli Stati Uniti e al 3,3 per cento nell'area dell'euro. Segnalano aspettative di moderata inflazione, ma anche di contenuta crescita per gli anni a venire. I rendimenti dei titoli a indicizzazione reale si collocano sull'1,6 per cento negli Stati Uniti, sull'1 nell'area dell'euro.

La congiuntura

Negli Stati Uniti il prodotto interno lordo è cresciuto nel 2004 del 4,4 per cento, dopo il 3,0 dell'anno precedente.

L'aumento della domanda interna, in atto dal 2002, era stato innescato dall'incremento della spesa pubblica e dalla riduzione, in un orizzonte pluriennale, del carico fiscale per le famiglie e per le imprese.

L'aumento del reddito disponibile delle famiglie, connesso con l'ampliamento del disavanzo pubblico, si è tradotto rapidamente in uno stimolo alla domanda per consumi; il tasso di risparmio è sceso a un livello estremamente ridotto, riflettendo anche, presumibilmente, la fiducia nel proseguimento di una positiva evoluzione economica.

La ripresa è stata sostenuta dalla politica monetaria fortemente espansiva. Gli acquisti di beni durevoli sono cresciuti del 7,4 per cento nel 2003 e ancora del 6,7 nel 2004; gli investimenti in abitazioni sono aumentati dell'8,8 per cento nel 2003 e del 9,7 nel 2004.

Dal 2003 sono notevolmente aumentati anche gli investimenti delle imprese. La spesa per beni strumentali e programmi informatici è cresciuta nel 2004 del 13,6 per cento in volume; tra questi, gli investimenti in calcolatori e attrezzature elettroniche sono aumentati del 33 per cento nel 2003 e ancora del 27 nel 2004. Anche gli investimenti in mezzi di trasporto, in costante diminuzione tra il 2000 e il 2003, hanno segnato una improvvisa accelerazione, espandendosi, in quantità, del 12,5 per cento.

Le esportazioni di beni e servizi sono cresciute, in volume, dell'8,6 per cento.

L'incremento della produzione e quello della produttività, che era proseguito anche nella fase di recessione ciclica, hanno ampliato i profitti delle imprese. La ripresa dell'occupazione dalla metà del 2003 ha dato ulteriore sostegno al reddito disponibile delle famiglie e ai consumi.

La notevole accelerazione, nel corso del 2004, dell'attività di investimento ha riflesso la buona situazione finanziaria delle imprese, incentivi fiscali e, più fundamentalmente, le prospettive di sviluppo dell'economia.

L'espansione degli investimenti prosegue a ritmi più contenuti nell'anno in corso.

Nel primo trimestre del 2005 il prodotto interno lordo è aumentato del 3,5 per cento su base annua. Prosegue la crescita della produttività e dell'occupazione. I rialzi dei tassi di riferimento decisi dalla Riserva federale sono stati percepiti dai mercati come volti a stabilizzare, nel medio termine, le aspettative di inflazione.

Ai cambi correnti, i maggiori paesi industriali contribuiscono per il 65 per cento al prodotto mondiale. Gli Stati Uniti rappresentano poco meno della metà del prodotto dei maggiori paesi e del 30 per cento dell'economia mondiale.

Nel 2003 e nel 2004 l'attività produttiva nei paesi industriali e nelle economie emergenti è stata sostenuta dalla domanda per consumi e per investimenti negli Stati Uniti. Le importazioni dal resto del mondo hanno segnato un aumento del 4,4 per cento nel 2003 e del 9,9 nel 2004.

Il commercio internazionale di beni e servizi è cresciuto, in volume, nel 2003 del 4,9 per cento; nel 2004 del 9,9. Il contributo della Cina all'aumento del commercio mondiale nel 2004 è valutabile in 1,5 punti percentuali.

Le esportazioni di beni e servizi del Giappone sono cresciute del 9,1 per cento nel 2003 e del 14,4 nel 2004; in Germania nei due anni, rispettivamente, dell'1,8 e del 9 per cento. Nettamente inferiori sono stati gli incrementi delle esportazioni della Francia e soprattutto dell'Italia.

Un contributo rilevante alla crescita dell'economia mondiale è derivato, come negli scorsi anni, dalle economie emergenti e in via di sviluppo. In Cina il prodotto è salito del 9,5 per cento, in India del 7,1. Nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia la crescita dell'attività produttiva è stata del 5,6 per cento.

In Giappone, gli investimenti produttivi sia nel 2003 che nel 2004 sono aumentati di circa il 6 per cento, stimolati dalla domanda estera; quelli nell'edilizia residenziale sono tornati a espandersi dopo tre anni di flessione. Il prodotto interno lordo nel 2004 è cresciuto del 2,7 per cento; l'aumento sarà più contenuto nell'anno in corso.

Nell'area dell'euro l'espansione del prodotto è stata del 2,1 per cento.

Gli squilibri strutturali

La politica di bilancio in atto dal 2001 ha determinato negli Stati Uniti un rilevante peggioramento del saldo dei conti pubblici. La crescita dell'economia, superiore lo scorso anno a quella potenziale, ha consentito di stabilizzare al 3,6 per cento l'incidenza del disavanzo federale sul prodotto. L'ammontare del debito collocato sul mercato è salito alla fine del 2004 al 37 per cento del prodotto.

È negli impegni dell'Amministrazione un ridimensionamento del disavanzo pubblico entro il 2010.

In una prospettiva di lungo periodo pesa sull'economia statunitense la tendenza espansiva della spesa previdenziale e soprattutto di quella sanitaria, che risente dell'eccezionale aumento dei costi.

Il peggioramento dei conti con l'estero e i bassi tassi di interesse sono all'origine dell'indebolimento del cambio della moneta statunitense iniziato nel 2002.

Dalla metà degli anni novanta sono fortemente cresciute le passività sull'estero; alla fine del 2003 ammontavano a 10.500 miliardi di dollari, per la metà costituite da investimenti di portafoglio provenienti dall'estero e per un quarto da investimenti diretti negli Stati Uniti.

Le attività sull'estero ammontavano alla fine del 2003 a circa 8.000 miliardi, costituite per un terzo da investimenti diretti all'estero da parte di imprese multinazionali e per un altro 30 per cento da investimenti di portafoglio.

La posizione debitoria netta degli Stati Uniti nei confronti del resto del mondo, pari al 5 per cento nel 1996, ha raggiunto il 25 per cento del prodotto alla fine del 2004.

Lo squilibrio dei conti con l'estero di parte corrente, nella misura in cui non è finanziato da afflussi di investimenti diretti o da riduzioni di attività finanziarie stilate in altre valute, si traduce in un aumento della quantità di attività monetarie, obbligazioni e azioni denominate in dollari detenute dal resto del mondo. L'incremento delle attività in dollari in possesso di operatori esteri è anche la contropartita degli investimenti diretti e finanziari statunitensi in altre aree del globo.

Il volume di depositi e di obbligazioni private e pubbliche stilati in dollari dal 1999 al 2004 è aumentato del 50 per cento, da 24.000 a 35.900 miliardi.

Nello stesso arco di tempo la moneta e i titoli in euro sono cresciuti del 51 per cento, da 11.900 a 18.000 miliardi. Le attività in yen sono aumentate del 27 per cento.

L'andamento del valore della moneta statunitense è di grande portata per gli equilibri economici e finanziari globali.

Il confronto tra le quantità ora ricordate non evidenzia uno squilibrio crescente tra il volume delle attività finanziarie stilate in dollari e quello delle attività stilate in euro.

In relazione al forte attivo dei conti con l'estero è molto inferiore, rispetto alle altre due principali valute, la quantità di strumenti finanziari stilati nella moneta giapponese. I tassi di rendimento a breve termine pressoché nulli ne hanno prevenuto un eccessivo apprezzamento.

L'indebolimento del dollaro si è arrestato nei primi mesi di quest'anno, anche in seguito all'aumento dei tassi ufficiali. Dalla metà di marzo il dollaro si è apprezzato dell'8 per cento nei confronti dell'euro e del 3 per cento in termini effettivi.

Lo squilibrio esterno degli Stati Uniti e l'espansione dell'offerta di dollari sono, fondamentalmente, il riflesso della più forte crescita rispetto alle altre economie industriali. Tra il 1994 e il 2004 la domanda per consumi e per investimenti è aumentata, in volume, del 45 per cento; il prodotto, grazie anche alla forte dinamica della produttività, del 38 per cento.

La domanda interna e il prodotto in Europa e negli altri paesi industriali sono entrambi cresciuti, nel decennio, del 24 per cento.

Nel 2004, il risparmio nazionale netto ammontava negli Stati Uniti a due punti percentuali del prodotto. La riduzione del risparmio privato e l'ampliamento del disavanzo pubblico hanno accentuato negli anni più recenti il ricorso al risparmio che si genera in Europa, in Giappone e nelle economie emergenti.

Per un ammontare pari a tre quarti si contrappongono al disavanzo corrente verso l'estero degli Stati Uniti cospicui, persistenti avanzi del Giappone, dei paesi produttori di petrolio, della Cina e di altri paesi emergenti dell'Asia. Questi non sono in grado di investire o comunque non investono nelle loro economie il flusso complessivo di risparmio. L'eccedenza si dirige dove più sicuro è l'investimento e adeguato è il rendimento corrente e atteso.

La capacità dei mercati internazionali di finanziare squilibri, anche ampi, tra investimenti e risparmio nelle principali economie è aumentata negli ultimi anni.

Gli Stati Uniti hanno finora agevolmente finanziato il disavanzo corrente verso l'estero grazie ai capitali attratti dall'elevata produttività e dalla redditività degli investimenti e da una condizione di sicurezza e stabilità, economica e istituzionale.

Le attività in dollari detenute dalle Autorità di paesi asiatici si collocano attorno ai 2.000 miliardi. La posizione debitoria netta di alcuni di questi paesi lascia prevedere un ulteriore accumulo di riserve valutarie, anche in dollari. Il valore esterno della moneta statunitense è sostenuto dal progressivo aumento dei tassi di interesse ufficiali.

Una perdita di valore del dollaro nuocerebbe all'ordinato operare del sistema finanziario internazionale.

In prospettiva è indispensabile un ridimensionamento degli squilibri. Alla correzione del disavanzo corrente degli Stati Uniti dovranno contribuire un aumento del risparmio nazionale e tassi di crescita più elevati negli altri paesi industriali e nel resto del mondo.

Condizioni per uno sviluppo sostenibile, per cogliere appieno le opportunità di crescita dell'economia mondiale sono una più profonda integrazione, commerciale e finanziaria, delle economie arretrate nel sistema degli scambi internazionali e la riduzione della povertà, tuttora radicata in vaste aree del globo.

La comunità internazionale è impegnata a perseguire questi obiettivi.

La strategia si basa sull'apertura dei mercati dei paesi sviluppati ai beni prodotti dai paesi poveri, sugli aiuti ufficiali allo sviluppo, sulla cancellazione del debito estero dei paesi fortemente indebitati, su riforme istituzionali nei paesi beneficiari.

Guardiamo con fiducia all'incontro dei Ministri dei paesi membri dell'Organizzazione mondiale del commercio a Hong Kong, il prossimo dicembre, passaggio cruciale per concludere entro il 2006 i lavori dell'agenda di liberalizzazione commerciale di Doha. L'efficacia degli aiuti deve essere accresciuta; sono allo studio meccanismi e strumenti di finanziamento innovativi per aumentare le risorse, oggi inferiori ai valori programmati. Si sono registrati progressi nell'ambito dell'iniziativa Heavily Indebted Poor Countries, ma sono ancora molti i paesi, con situazioni interne fortemente instabili, non in grado di beneficiare della riduzione del debito.

Una più ampia partecipazione all'utilizzo delle risorse e ai benefici della globalizzazione pone le basi per un progresso economico e sociale in condizioni di armonia tra le nazioni.

L'economia italiana

L'espansione del prodotto interno lordo dei dodici paesi dell'euro è stata, tra il 2000 e il 2004, del 5,1 per cento.

In Francia l'attività produttiva è stata sostenuta dalla spesa delle famiglie. Nei quattro anni l'aumento del prodotto è stato del 6,6 per cento, quello delle esportazioni del 5,4, un quarto del tasso di espansione della domanda mondiale; gli investimenti produttivi, dopo due anni di diminuzione, sono tornati a crescere nel 2004.

In Germania il prodotto nel quadriennio ha registrato un aumento del 3 per cento, in media 0,7 punti all'anno. L'economia è stata trainata dalle esportazioni; queste sono cresciute, in quantità, del 23 per cento, con guadagni di quote sul mercato mondiale. I consumi hanno rallentato nettamente rispetto al decennio precedente, riflettendo l'incertezza delle famiglie in relazione al processo di riforma della sicurezza sociale e all'andamento dell'occupazione.

Gli investimenti in beni strumentali realizzati in Germania sono diminuiti nel biennio 2001-02; hanno segnato una lieve ripresa nei trimestri centrali del 2004, ma sono di nuovo calati nell'ultima parte dell'anno. Rimane intenso il processo di delocalizzazione delle attività produttive verso i paesi dell'Europa centro orientale. Gli investimenti in costruzioni si sono ridotti dal 2000 al ritmo medio annuo del 4 per cento; nell'edilizia residenziale la caduta dell'attività è proceduta di pari passo con quella dei prezzi.

Pesano sull'economia tedesca gli scarsi progressi compiuti nell'ammodernamento del settore produttivo delle regioni dell'Est, che, nonostante i massicci trasferimenti di fondi dal governo federale e il minor costo del lavoro, non ha ancora raggiunto un sufficiente grado di competitività.

Anche in Italia lo sviluppo del prodotto è stato insoddisfacente. Dal 2000 l'aumento annuo è risultato in media inferiore all'1 per cento. L'incremento dei consumi, pur beneficiando della crescita dell'occupazione e dell'impulso espansivo del bilancio pubblico, è stato analogo.

L'attività è stata sospinta dagli investimenti nell'edilizia residenziale, favoriti dai bassi tassi di interesse sui mutui e dagli incentivi fiscali alla ristrutturazione degli immobili.

Gli investimenti in beni strumentali delle imprese erano calati nel 2003; alla ripresa della prima metà del 2004 hanno fatto seguito nuove flessioni nel terzo e ancora nel quarto trimestre.

La competitività nei confronti dell'estero si conferma come il punto di maggiore debolezza della nostra economia.

Tra il 2000 e il 2004 lo sviluppo della domanda mondiale di beni è stato, in termini reali, del 20 per cento.

Le nostre vendite all'estero nel 2004 sono risultate inferiori a quelle dell'anno 2000; la quota sul mercato mondiale, pari al 4,6 per cento nel 1995, è scesa, calcolata a prezzi costanti, al 3,5 per cento nel 2000 e al 2,9 nel 2004.

In Italia, come negli altri paesi dell'area, all'inizio del decennio l'economia ha risentito delle difficoltà della congiuntura internazionale; negli ultimi due anni non è riuscita a trarre vantaggio dalla forte espansione dell'attività nell'America del Nord, in Asia e in America latina.

L'attività nell'industria

I primi segnali della difficoltà competitiva del nostro settore industriale si sono manifestati nella seconda metà degli anni novanta.

Tra il 1995 e il 2000 l'incremento della produttività totale dei fattori nel settore manifatturiero è stato pressoché nullo; la produttività del lavoro è aumentata in media dell'1 per cento all'anno, a fronte del 3,2 in Germania, del 4,3 in Francia, del 3,9 negli Stati Uniti. L'indice della produzione industriale nei cinque anni è cresciuto dell'8 per cento, in Germania e in Francia del 14 per cento.

Il divergente andamento è proseguito negli anni recenti.

Tra il 2000 e il 2004 la produzione industriale è aumentata in Francia dell'1,2 per cento, in Germania del 2,6; in Italia è diminuita del 3,8 per cento. Il costo del lavoro per unità di prodotto, essenzialmente per il mancato sviluppo della produttività, è aumentato nella nostra industria manifatturiera del 12,6 per cento; nello stesso arco di tempo è sceso del 2,8 in Germania, è cresciuto del 2,6 per cento in Francia.

La crisi dell'attività industriale è essenzialmente riconducibile ai settori delle apparecchiature meccaniche e delle macchine elettriche ed elettroniche, nei quali la produzione tra il 2000 e il 2004 è diminuita del 26 per cento, e dei mezzi di trasporto, dove la riduzione è stata del 17 per cento. La caduta dell'attività in questi comparti, classificabili tra quelli a tecnologia medio-alta, spiega 3,6 punti percentuali della diminuzione dell'indice complessivo.

L'andamento nei settori del tessile e del cuoio, che più direttamente risentono della concorrenza delle economie emergenti dell'Asia, ha contribuito per 1,9 punti alla flessione dell'indice. È invece aumentata l'attività nei comparti alimentare, della carta, dei prodotti in metallo e del legno, classificabili, come il tessile e il cuoio, tra quelli a bassa tecnologia.

Le punte di eccellenza e i casi di successo, che si riscontrano pressoché in tutti i rami della nostra industria, si fondano sulla capacità innovativa e sulla qualità dei prodotti. Ma non sono sufficienti, data la limitata rilevanza dimensionale, a risollevare l'intero settore industriale.

È essenziale che, per il loro carattere altamente qualificato, queste attività restino radicate nel nostro Paese; possono, debbono, disseminare in altre imprese stimoli al miglioramento qualitativo e produttivo.

Le imprese e la tecnologia

L'estensione di attività all'estero da parte delle nostre imprese era diretta, negli anni ottanta, ad acquisire la partecipazione o il controllo di aziende con produzioni affini o complementari in paesi europei ed extraeuropei.

Investivano all'estero, in questa fase, le imprese dei settori a tecnologia medio-alta, con rilevanti economie di scala, alla ricerca di mercati di sbocco; alla metà degli anni ottanta, a esse erano riconducibili i tre quarti dei 260.000 addetti esteri della nostra industria manifatturiera. Un ulteriore 10 per cento faceva capo a imprese a elevata tecnologia che miravano a sfruttare sinergie per lo sviluppo di nuovi prodotti e metodi di produzione avanzati. Gli addetti esteri si concentravano nell'Europa Occidentale e nel Nord America.

Dagli anni novanta le imprese dei settori del tessile, abbigliamento, cuoio e calzature, incluse quelle di piccola dimensione, al fine di difendere la competitività erosa dall'andamento sfavorevole del rapporto tra prezzo e qualità, hanno iniziato a delocalizzare una parte della loro attività in paesi dove più basso è il costo del lavoro.

All'inizio del 2004 gli addetti di aziende estere controllate da imprese italiane erano saliti a 870.000, pari al 18 per cento degli occupati nell'industria in Italia; un terzo era impiegato nell'Est europeo e in Asia.

I dati sugli investimenti diretti all'estero, raccolti sulla base del costituendo registro delle imprese presso l'Ufficio italiano dei cambi, indicano che le imprese italiane con rilevanti attività in altri paesi sono 1.450; di queste 390 sono ai vertici di imprese internazionali. L'espansione riguarda soprattutto i settori a tecnologia alta e medio-alta; l'attività si è indirizzata verso Francia, Spagna e Stati Uniti. In Romania, in Polonia, in Croazia e nella Repubblica Ceca investono prevalentemente le aziende operanti nei settori a bassa tecnologia.

Scarsa è la presenza all'estero delle imprese con produzioni classificabili a tecnologia medio-bassa, che costituiscono una quota rilevante del nostro settore manifatturiero.

Secondo le indagini condotte dalla Banca d'Italia a livello regionale, le imprese con attività all'estero producono un valore aggiunto per addetto più alto del 9 per cento rispetto a quello medio delle altre imprese italiane. Anche gli investimenti per addetto sono più elevati. Nei settori classificabili a tecnologia media, la delocalizzazione non sembra influenzare l'occupazione in Italia, o lo fa in modo positivo. Nei settori tradizionali, lo spostamento all'estero di una parte della produzione ha carattere difensivo; riduce l'occupazione,

ma permette di sostenere il confronto competitivo nel mercato internazionale.

L'industria manifatturiera italiana occupa oltre 5 milioni di persone; il numero è doppio in Germania; in Francia è inferiore di circa il 20 per cento.

In Italia il numero di occupati è massimo nei settori a basso contenuto tecnologico. La quota degli addetti ai comparti del tessile, del cuoio e delle calzature, pari nel 2001 al 18,6 per cento, è scesa al 16,6 nel 2004; in Francia e in Germania nel 2001 era rispettivamente del 6,5 e del 3,1 per cento. La pressione competitiva esercitata dalle economie emergenti è per l'Italia più rilevante; è indispensabile intensificare la risposta, innalzando la qualità della produzione e il suo contenuto di creatività.

Le produzioni a tecnologia medio-alta, che includono quella degli autoveicoli, impiegano in Italia il 26 per cento degli occupati dell'industria, contro il 30 in Francia e il 42 in Germania.

È questo il comparto alla base della forte crescita delle esportazioni tedesche.

Gli occupati nei settori alimentare, della carta, dell'editoria e del legno sono in Francia intorno al 27 per cento, in Germania al 22, in Italia al 19. Questi comparti hanno beneficiato nel nostro Paese dei guadagni di produttività derivanti dai processi di riorganizzazione e ristrutturazione, che hanno consentito anche di migliorare la qualità dei prodotti; la domanda proviene soprattutto dal mercato interno.

È del 7 per cento, nella nostra economia, la quota di occupati nei settori ad alta tecnologia, dove si forma il 10 per cento del valore aggiunto dell'industria; in Francia la quota degli occupati è dell'11 per cento, in Germania del 9, negli Stati Uniti e in Giappone intorno al 15 per cento.

La domanda internazionale di prodotti tecnologicamente avanzati aumenta a ritmi molto superiori alla media; date la qualità e la specificità delle produzioni, è minore l'elasticità della domanda ai prezzi; le imprese possono praticare politiche di prezzo che consentono di remunerare adeguatamente i fattori di produzione.

Ai ritardi nell'ammmodernamento dell'apparato produttivo dei settori a tecnologia medio-alta e allo scarso sviluppo di quelli ad alto contenuto tecnologico è riconducibile il differenziale negativo di crescita della produttività e di competitività della nostra industria nei confronti dell'estero.

Nel marzo del 2002 il Consiglio europeo aveva assunto come obiettivo per l'anno 2010 un volume di investimenti in ricerca e sviluppo pari al 3 per cento del prodotto interno lordo.

Il confronto internazionale evidenzia il ritardo del nostro Paese.

La qualità della produzione scientifica, misurata secondo gli standard internazionali, tocca in Italia punte di alto livello.

La spesa per ricerca e sviluppo direttamente effettuata dal settore pubblico, sotto forma di attività svolte nelle università e negli enti di ricerca, non arriva allo 0,6 per cento del prodotto interno lordo. In Germania e in Francia la spesa pubblica per ricerca si colloca intorno allo 0,8 per cento del prodotto.

Il confronto appare sfavorevole soprattutto per la componente che fa capo al settore privato.

In Italia i privati destinano all'attività di ricerca e sviluppo lo 0,5 per cento del prodotto interno lordo; in Germania e in Francia, rispettivamente, l'1,7 e l'1,4 per cento.

Nel complesso la spesa per ricerca e sviluppo raggiunge l'1,1 per cento del prodotto in Italia, il 2,5 in Germania e il 2,2 in Francia. Negli Stati Uniti è pari al 2,7 per cento, in Giappone al 3,1.

L'efficacia della ricerca in termini di ricaduta sull'attività produttiva dipende dalla dimensione assoluta della spesa; è massima nelle imprese più grandi e nelle economie maggiori.

È essenziale lo sviluppo di sinergie all'interno dello spazio economico europeo, per dare concretezza agli indirizzi indicati dall'Unione nel Consiglio di Lisbona.

Pesa sulla nostra economia, limitandone la capacità di sviluppo, la frammentazione dell'attività produttiva. La ridotta dimensione ostacola l'investimento in ricerca; sono più difficili strategie di espansione dell'attività a livello globale e di conquista di posizioni rilevanti sul mercato internazionale.

Anche escludendo quelle individuali, il 99 per cento delle imprese ha meno di 50 addetti. Tra le imprese di nuova formazione sono numerose quelle che operano in settori a tecnologia alta o medio-alta.

Attingendo anche all'esperienza di altri grandi paesi europei, Francia, Germania e Spagna, vanno rafforzate le politiche volte a favorire le imprese a forte contenuto tecnologico; in particolare, attraverso la contribuzione del settore pubblico al capitale iniziale, la creazione di attività consortili, l'incentivazione del trasferimento di tecnologie dai centri di ricerca pubblica alle attività produttive. Guadagni di produttività potranno discendere da un più intenso ricorso alle reti informatiche di collegamento tra le imprese nell'intero territorio nazionale e all'estero.

Le forme di incentivazione fiscale e le altre provvidenze dirette ad accrescere la competitività, già introdotte, e la programmata riduzione dell'Irap possono essere di grande aiuto.

Va rinnovato l'invito al sistema creditizio a sostenere le aziende più dinamiche, a promuovere, ponendo a frutto la base informativa di cui dispone, processi di aggregazione e di consolidamento tra imprese.

È essenziale al riguardo l'iniziativa delle stesse imprese.

Occorre un più ampio ricorso a forme di venture capital, per favorire iniziative in settori innovativi, dove alto è il rendimento atteso, ma elevato è anche il rischio.

L'occupazione

Tra il 2000 e il 2004 il prodotto interno lordo è aumentato del 3,7 per cento; il numero degli occupati, grazie all'introduzione di nuove flessibilità e alla moderazione salariale, è cresciuto del 5,9 per cento.

In assenza di una espansione vigorosa dell'attività produttiva si sono sviluppate tipologie di lavoro meno stabili e con livelli retributivi inferiori. È cresciuto nel corso degli ultimi dieci anni il numero dei rapporti a tempo determinato. Sono 400.000 i lavoratori con contratti di collaborazione coordinata e continuativa, pari al 2,4 per cento del totale di quelli dipendenti; la legge Biagi ha previsto la trasformazione di questi rapporti in forme di lavoro meno precarie. Sono aumentati, anche in risposta alle esigenze dei lavoratori, gli occupati a tempo parziale; questi rappresentano attualmente una proporzione ancora distante da quella delle altre grandi economie europee.

Si è allargato il divario fra i salari di ingresso e quelli medi. La quota dei lavoratori a bassa retribuzione, stimabile nel 18 per cento, è costituita per l'11 da occupati a tempo pieno e per il 7 da occupati a tempo parziale.

È stato contenuto il costo del lavoro per dipendente, ma l'immissione di nuovi lavoratori in attività marginali ha inciso sulla crescita della produttività.

È ancora elevato, soprattutto nel Mezzogiorno, il peso del lavoro irregolare.

Per effetto dell'accresciuta partecipazione femminile, l'occupazione in rapporto alla popolazione in età da lavoro è salita al 57,5 per cento; in Francia è del 62,8; in Germania del 64,3; negli Stati Uniti è pari al 71,2 per cento.

L'aumento dell'occupazione si è concentrato al Centro Nord.

Nel Mezzogiorno, rispetto alla metà degli anni novanta, sono ripresi i flussi migratori delle persone con più alto grado di istruzione verso le regioni centrali e settentrionali. Il calo del tasso di disoccupazione osservato nell'ultimo biennio deriva da una riduzione delle forze di lavoro; le difficili condizioni hanno scoraggiato l'ingresso dei giovani e delle donne nel mercato del lavoro.

Tra il 1995 e il 2004, il numero degli occupati nel settore terziario è aumentato del 17,8 per cento, a fronte di una crescita dell'11,4 per l'economia nel suo complesso. Nei servizi privati l'aumento è stato del 24,9 per cento; l'occupazione nell'industria è rimasta sostanzialmente costante.

Partendo da livelli più bassi, lo sviluppo dei servizi, pubblici e privati, procede in Italia allo stesso ritmo di altre economie avanzate; il grado di terziarizzazione dell'economia rimane inferiore a quello della Francia, del Regno Unito, degli Stati Uniti.

È ancora poco sviluppato, in termini di addetti, qualità e produttività, il comparto dei servizi alle imprese. Guadagni di efficienza possono essere conseguiti nel commercio al dettaglio. Pesano, anche nel settore terziario, la frammentazione dell'offerta e i vincoli normativi che si riflettono sui costi e sull'occupazione.

Il ritmo di espansione del terziario, in termini di valore aggiunto, è rallentato negli anni successivi al 2000 rispetto al decennio precedente. Alla riduzione del contributo dell'industria allo sviluppo del prodotto nazionale non ha fatto riscontro in Italia un adeguato aumento dell'apporto dei servizi.

La crescita dell'economia italiana rimane tra le più basse nell'ambito delle economie avanzate.

La finanza pubblica

La modesta crescita dell'economia ha inciso negli anni recenti sull'andamento dei conti pubblici.

Nel periodo 1980-1993 la spesa primaria corrente ogni anno era aumentata in media del 4,2 per cento in termini reali; tra il 1994 e il 2000 ripetuti interventi avevano consentito di contenerne l'incremento annuo entro l'1,2 per cento.

Nell'ultimo quadriennio la spesa è, ogni anno, aumentata, sempre in termini reali, in media del 2,4 per cento.

La dinamica ha continuato a riflettere tendenze di lungo periodo determinate da assetti normativi definiti in fasi più favorevoli sotto il profilo macroeconomico e demografico.

Sono stati rafforzati gli interventi a sostegno di alcune categorie di cittadini in condizioni disagiate. Sono stati anche varati provvedimenti per rilanciare gli investimenti pubblici e accrescere il ruolo dei capitali privati nello sviluppo delle infrastrutture. La spesa per investimenti delle Amministrazioni pubbliche è risalita dal 2,5 per cento del prodotto del 2000 al 2,9 del 2004.

L'incidenza della spesa primaria corrente e per investimenti sul prodotto, in connessione anche con il rallentamento dell'economia, è aumentata di 2,2 punti percentuali. L'incidenza delle entrate è scesa di 0,6 punti; se si escludono gli effetti delle misure di natura temporanea, la flessione è di quasi due punti; l'andamento riflette sgravi e agevolazioni fiscali disposti in favore di imprese e famiglie nel quadriennio 2001-04, in media dell'ordine di 5 miliardi l'anno.

La situazione dei conti pubblici rimane difficile. Gli squilibri sono di natura strutturale e di lunga data; si riflettono negativamente sul potenziale di crescita dell'economia.

I notevoli miglioramenti dei saldi di finanza pubblica conseguiti negli anni novanta sono dovuti a un aumento della pressione fiscale sulle imprese e sulle famiglie e al calo della spesa per interessi, connesso con la

disinflazione dell'economia e con la partecipazione all'Unione monetaria. Il contributo fornito dal contenimento della spesa non è stato irrilevante; ha tuttavia inciso anche sugli investimenti pubblici.

L'indebitamento netto del 2001, inizialmente stimato nell'1,4 per cento del prodotto, viene ora valutato nel 3,2 per cento.

Dal 2002 il ristagno dell'economia ha accentuato il deterioramento della condizione strutturale dei conti; nel 2004, anche per effetto di misure a carattere temporaneo, l'indebitamento netto è stato del 3,2 per cento del prodotto.

Alla fine del 2004 il debito era pari al 106,6 per cento del prodotto interno lordo.

Presupposto di ogni efficace intervento di riequilibrio della finanza pubblica è l'attenta valutazione dello stato dei conti, dei rischi connessi con il costo del debito, dei limiti che ne discendono per le politiche di stabilizzazione, delle difficoltà a far fronte agli oneri derivanti dall'invecchiamento della popolazione.

L'elevata tassazione, l'incertezza connessa con l'ampliamento del disavanzo pubblico, la carenza di infrastrutture frenano gli investimenti e lo sviluppo.

L'azione correttiva deve fondarsi su riforme strutturali. La dinamica della spesa deve proseguire secondo la regola stabilita nell'ultima legge finanziaria. Sono necessari interventi sul livello del prelievo e sulla sua composizione, progressi nella gestione dei servizi, la creazione di un ambiente normativo orientato alla crescita.

Le riforme strutturali migliorano le aspettative, contribuiscono a stabilire un clima di fiducia, innalzano il potenziale di sviluppo dell'economia.

Le banche

Il 2004 è stato un anno favorevole per l'attività bancaria nei principali paesi.

Negli Stati Uniti i ricavi delle banche hanno tratto beneficio dall'ulteriore forte crescita dei prestiti alle famiglie, dalla ripresa di quelli alle imprese, da maggiori commissioni su servizi. Gli accantonamenti e le perdite a fronte dei crediti sono diminuiti. Il rendimento del capitale è stato del 13,3 per cento.

Nel Regno Unito gli utili delle maggiori banche sono risultati dell'ordine del 20 per cento del capitale. Come negli Stati Uniti, la redditività trae vantaggio dall'intensa attività sui mercati finanziari. L'aumento consistente delle commissioni sulle attività di collocamento di titoli e sulle gestioni patrimoniali si è accompagnato a quello, più contenuto, dei proventi da interessi.

In Giappone è in atto il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario. Si è ridotta, soprattutto per le grandi banche, l'incidenza dei prestiti in sofferenza.

Anche nell'area dell'euro il settore bancario ha conseguito risultati favorevoli. Il credito è cresciuto del 6,3 per cento, un punto in più rispetto al 2003. La redditività delle maggiori banche ha continuato a migliorare a seguito della riduzione dei costi operativi, degli accantonamenti e delle perdite sui crediti. Ai positivi risultati dei sistemi bancari francese e spagnolo si è associato un miglioramento dei conti delle principali istituzioni creditizie tedesche, che negli anni precedenti avevano registrato risultati sfavorevoli.

In Italia, in rapporto al capitale e alle riserve, gli utili netti del sistema bancario sono saliti di quattro punti, al 10,7 per cento.

Il finanziamento dell'economia

Le risorse finanziarie affluite in Italia a tutti i settori interni, sotto forma di prestiti bancari, emissioni obbligazionarie e azionarie, altri strumenti, sono ammontate nel 2004 a 163 miliardi di euro. Il settore pubblico ha assorbito risorse per 51 miliardi, le famiglie per 45. I fondi raccolti dalle imprese, incluse le società di finanziamento, sono stati 67 miliardi.

L'incerta crescita degli investimenti dal 2001 ha limitato la domanda di finanziamenti. Il credito bancario alle imprese è aumentato del 3,5 per cento nel 2004.

È rimasta sostenuta la dinamica dei prestiti alle imprese di minore dimensione; quelli alle unità produttive con meno di 20 addetti, alle quali fa capo circa la metà degli occupati nell'industria e nei servizi, sono aumentati del 5,7 per cento.

Il credito alle imprese con sede nel Mezzogiorno si è ampliato del 7,8 per cento.

Le difficoltà di crescita dell'economia non si sono riflesse in un peggioramento della qualità del credito. Il flusso dei prestiti iscritti a sofferen-

za tra il 2001 e il 2004 è stato pari, in media, all'1 per cento degli impieghi in essere all'inizio di ciascun anno. Il rapporto fu di circa il 4 per cento nella fase recessiva dei primi anni novanta e si mantenne al di sopra del 2 fino al 1996.

A contenere i rischi creditizi ha contribuito l'affinamento delle tecniche di selezione degli affidamenti. La qualità degli attivi bancari resta tuttavia, in prospettiva, strettamente connessa con la capacità del settore produttivo di tornare su sentieri di crescita sostenuta e duratura.

Il credito bancario alle famiglie è aumentato del 15,8 per cento, un ritmo superiore di quasi cinque punti percentuali a quello del 2003 e doppio rispetto a quello dell'area dell'euro. È risultata intensa la domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni; il credito al consumo ha continuato a espandersi a tassi elevati.

L'aumento dei finanziamenti alle famiglie negli ultimi anni è riconducibile al basso livello dei tassi di interesse, allo sviluppo delle strutture di offerta, alla più intensa concorrenza. Alla fine del 2004 il tasso annuo effettivo globale sulle erogazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni era pari al 3,8 per cento, in linea con le condizioni praticate nell'area dell'euro.

In rapporto al reddito disponibile il debito delle famiglie è aumentato dal 32 per cento della fine dello scorso decennio al 36 del 2003; rimane contenuto nel confronto internazionale; è pari al 61 per cento in Francia, al 92 in Spagna, al 104 in Germania, al 107 negli Stati Uniti, al 129 nel Regno Unito.

L'espansione dell'assistenza finanziaria alle famiglie offre opportunità di crescita al sistema bancario. L'ampia possibilità di accesso al credito richiede che le famiglie abbiano piena consapevolezza degli effetti dell'evoluzione dei tassi di interesse sugli impegni assunti.

L'industria bancaria italiana

Un sistema finanziario stabile, efficiente, concorrenziale conferisce sicurezza e valore al risparmio a esso affidato. Accresce le potenzialità di sviluppo del Paese.

La quota del valore aggiunto totale riconducibile al settore dei servizi di intermediazione monetaria e finanziaria è pari al 5,5 per cento, in linea con quella dell'area dell'euro. Nel comparto trovano occupazione quasi 600.000 persone, il 3,2 per cento dei lavoratori dipendenti; circa 340.000 fanno capo al settore bancario.

Il ruolo fondamentale del sistema bancario sta nella capacità di sovvenire alle esigenze del settore produttivo, di sostenerlo nelle fasi congiunturali avverse, di accompagnarlo in quelle di espansione e nella crescita.

Dalla metà degli anni novanta il sistema italiano ha realizzato un processo di concentrazione di vasta portata; è aumentata la redditività in connessione con l'ampliamento della gamma dei prodotti e dei servizi, l'abbassamento dei costi operativi, il contenimento dei rischi, l'ingresso in mercati in forte sviluppo.

Sono stati conseguiti significativi guadagni di produttività. I fondi intermediati e il valore aggiunto per addetto, valutati a prezzi costanti, tra il 1995 e il 2004 sono aumentati in media del 4,6 e del 2,4 per cento all'anno.

Le banche erano 994 alla fine del 1994. La quota delle attività complessive riconducibile ai primi cinque gruppi era pari al 33 per cento.

Per impulso della Vigilanza e sotto la pressione crescente della concorrenza, il processo di concentrazione attraverso fusioni e acquisizioni nel corso degli ultimi dieci anni è risultato particolarmente intenso, anche nel confronto con gli altri paesi dell'Unione europea e con tutti i maggiori paesi industriali. Le oltre 450 aggregazioni hanno avuto per oggetto banche rappresentative del 42 per cento del complesso dei fondi intermediati. Nel decennio hanno avviato l'esercizio dell'attività bancaria 231 intermediari.

Alla fine dello scorso anno le banche erano 778. La quota di mercato dei primi cinque gruppi è salita al 51 per cento, in linea con la media europea.

Sono insediate nel nostro Paese 60 filiali e 15 filiazioni di operatori finanziari esteri, alle quali fa complessivamente capo circa l'8 per cento delle attività del sistema bancario. Esse detengono quote molto più elevate nelle transazioni interbancarie, nelle negoziazioni di titoli sui mercati all'ingrosso, nella gestione di patrimoni mobiliari, nei servizi di finanza aziendale. Nel credito al consumo la quota di mercato riconducibile a operatori esteri è di circa un quarto.

Dal 2000 al 2004 banche estere hanno curato il collocamento sull'euro-mercato di oltre il 70 per cento del valore delle 212 emissioni di titoli effettuate da società non finanziarie italiane.

Il sistema bancario italiano ha accresciuto la presenza oltre i confini nazionali. Sono insediati all'estero 25 gruppi, con 150 tra filiali e filiazioni. L'espansione è significativa in paesi che hanno di recente aderito all'Unione europea e in quelli candidati a una prossima adesione; in alcuni paesi sono state acquisite quote di mercato rilevanti, in competizione con altre importanti banche europee.

La riorganizzazione del sistema si è realizzata unitamente a un deciso aumento della concorrenza.

Lavori econometrici condotti in Banca d'Italia indicano che i guadagni di efficienza realizzati dalle banche in seguito alle concentrazioni si sono in gran parte tradotti in tassi di interesse più favorevoli alle famiglie e alle imprese.

La diffusione delle banche sul territorio è andata accrescendosi sia nel Centro Nord sia nel Mezzogiorno; la clientela può scegliere tra un ampio ventaglio di offerte.

Dall'entrata in vigore, nel 1990, della legge a tutela della concorrenza, la Banca d'Italia ha esaminato circa 750 fattispecie riguardanti operazioni di riorganizzazione e di concentrazione; in 23 casi sono state condotte istruttorie spesso concluse con l'imposizione di misure volte a impedire la formazione di posizioni pregiudizievoli per la concorrenza. Sono state inoltre effettuate istruttorie relative a 28 intese potenzialmente anticompetitive e a 5 casi di abuso di posizione dominante.

Sono stati esaminati accordi in materia di prezzi, ripartizione dei mercati, scambio di informazioni, schemi contrattuali uniformi; è rilevante, in particolare, l'impegno nell'analisi delle condizioni di offerta dei servizi di pagamento.

Tutte le decisioni sono state assunte tenendo conto dei prescritti pareri e in costante e proficua collaborazione con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

I progressi del sistema bancario italiano sui fronti dell'efficienza e dell'adeguatezza patrimoniale sono riconosciuti dai principali organismi internazionali. Le più recenti revisioni dei giudizi sul merito di credito assegnati dalle agenzie di rating ai principali gruppi bancari sono state al rialzo.

Nel triennio 2002-04 sono migliorate le valutazioni formulate dalla Vigilanza sulla base delle situazioni contabili delle banche. Nello stesso periodo sono state disposte ispezioni sull'intero assetto aziendale presso 541 banche, che rappresentano il 52 per cento dei fondi intermediati dal sistema, una quota analoga a quella facente capo alle 518 banche ispezionate nel triennio precedente. Le valutazioni sfavorevoli si sono ridotte dal 23 al 16 per cento del totale; riguardano intermediari con attività pari all'1,5 per cento di quelle del sistema. Nel triennio 2002-04 sono stati altresì condotti accertamenti su singole aree operative in altre 16 banche con fondi intermediati pari al 10 per cento di quelli complessivi. Rilievi sfavorevoli sono stati espressi nei confronti di cinque intermediari.

Nella prima metà degli anni ottanta le banche avevano assecondato la ricomposizione della ricchezza finanziaria delle famiglie dai depositi ai titoli di Stato. Negli anni recenti, mentre cresceva il ricorso delle imprese al finanziamento diretto sui mercati, gli intermediari hanno esteso la loro attività nel collocamento e nella negoziazione di titoli, anche per corrispondere alla richiesta della clientela di acquisire valori mobiliari con rendimento relativamente elevato.

Le procedure degli intermediari per l'individuazione e la gestione dei conflitti di interesse nonché il rispetto degli obblighi informativi e di trasparenza previsti a carico degli stessi intermediari dalla disciplina sui servizi di investimento sono risultati in più casi inadeguati.

Le banche debbono informare correttamente e consigliare accuratamente i risparmiatori; valutare la rispondenza dei prodotti offerti alle esigenze e alle disponibilità finanziarie dichiarate dagli investitori. Spetta al cliente la scelta della combinazione più appropriata fra rendimento e rischio dell'investimento.

Occorrono ulteriori, incisivi interventi da parte delle banche per migliorare la qualità dei servizi offerti, contenere i costi e la misura delle commissioni praticate sui servizi al dettaglio.

È stata avviata, in collaborazione con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, una indagine sui costi di chiusura dei rapporti bancari, al fine di valutare se gli intermediari abbiano tenuto comportamenti che limitino la mobilità della clientela.

Il rispetto della normativa relativa alla trasparenza dei servizi bancari viene verificato dalle Filiali dell'Istituto presso i singoli sportelli. Nel triennio 2002-04 sono stati condotti riscontri presso 2.536 dipendenze ap-

partenenti a 224 banche: 109 banche sono state richiamate per rimuovere anomalie accertate, a 23 sono state comminate sanzioni.

È essenziale che le banche attribuiscono valore strategico al miglioramento delle relazioni con i clienti. Il consolidamento della fiducia nella correttezza dei comportamenti degli intermediari contribuisce alla continuità dei rapporti, previene il contenzioso, limita i rischi di natura reputazionale.

È in corso di definizione nel Parlamento, dopo ampio approfondimento, la nuova disciplina sul risparmio.

La proprietà delle banche

La quota delle attività facente capo a istituti di proprietà pubblica è scesa, a far tempo dal 1992, dal 70 al 9 per cento.

Il sistema bancario italiano si caratterizza per l'ampia presenza degli intermediari nel listino di borsa. Sono quotati istituti ai quali è riconducibile il 77 per cento dei fondi intermediati dal sistema. Negli altri principali paesi dell'Europa continentale il peso delle banche quotate varia tra il 40 e il 50 per cento.

Il processo di privatizzazione si è completato in pochi anni, nonostante lo scarso sviluppo di investitori istituzionali, quali i fondi pensione, e, più in generale, la carenza di risorse disponibili per investimenti strategici nel capitale bancario. Le Fondazioni si sono impegnate per la costituzione di nuclei stabili di azionisti. Nel collocamento delle quote di capitale è stato garantito il rispetto della separatezza tra banca e industria.

Il contributo fornito da intermediari finanziari esteri alla formazione degli assetti proprietari di controllo è stato ampio e si è rafforzato nel corso del tempo. Banche e altri soggetti esteri detengono oggi una quota del capitale dei primi quattro gruppi bancari italiani pari in media al 16 per cento. In Germania, in Francia e in Spagna la partecipazione di soggetti stranieri al capitale dei quattro principali gruppi nazionali è pari rispettivamente al 7, al 3 e al 2,6 per cento.

Negli assetti proprietari delle principali banche europee è importante la presenza di investitori istituzionali e di società di assicurazione che per loro natura hanno orizzonti di investimento di lungo periodo. In Italia la quota di capitale dei primi quattro gruppi bancari posseduta da imprese di assicurazione, italiane ed estere, è limitata al 4,7 per cento; è del 4,4 nei primi dieci gruppi.

L'auspicato sviluppo dei fondi pensione, in connessione con la riforma della previdenza pubblica, è di grande rilievo per il sistema finanziario italiano; potrà anche accrescere le risorse destinate al rafforzamento patrimoniale delle banche; ne risulterà una più ampia disponibilità di credito per l'economia.

L'acquisizione del controllo di una società può avvenire attraverso modalità diverse. Gli operatori scelgono quelle più appropriate, nel rispetto delle procedure previste dall'ordinamento per tutelare i numerosi interessi, pubblici e privati, coinvolti nelle operazioni.

L'ordinamento italiano, come altri in Europa, disciplina i casi in cui, trattandosi di società con azioni quotate, il superamento di una determinata soglia comporta l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto.

La decisione degli azionisti in merito all'adesione all'offerta può riflettere l'intento di realizzare guadagni di breve periodo o piuttosto la volontà di condividere la formulazione e il vaglio delle strategie aziendali.

In considerazione della peculiarità dell'attività bancaria, gli ordinamenti dei paesi sviluppati prevedono una specifica disciplina del trasferimento della proprietà degli intermediari.

In Italia, in conformità con le direttive comunitarie, la normativa vigente mira a salvaguardare la sana e prudente gestione degli intermediari. Chi intende acquisire il controllo o comunque partecipazioni di rilievo nel capitale delle banche deve adempiere puntuali obblighi informativi e ottenere le necessarie autorizzazioni.

I criteri e le procedure su cui si basano le valutazioni di vigilanza tengono conto delle modalità proposte per le acquisizioni. Sono neutrali rispetto alla nazionalità degli intermediari interessati.

Nel caso in cui il soggetto che intende assumere la partecipazione sia una banca dell'Unione europea, la legislazione comunitaria prevede una consultazione preventiva con l'Autorità di vigilanza del paese in cui la banca ha sede. Quando ne ricorrano i presupposti, l'operazione è sottoposta all'approvazione della Commissione europea per gli aspetti relativi alla tutela della concorrenza.

L'analisi, da parte della Banca d'Italia, delle istanze di autorizzazione tiene conto delle condizioni dei soggetti richiedenti e del progetto a cui è finalizzata l'acquisizione, della situazione aziendale della banca oggetto dell'operazione. Se l'acquirente è una banca italiana, vengono esaminate

l'adeguatezza e la realizzabilità dei piani di reperimento delle necessarie risorse patrimoniali, ai fini del rispetto della normativa prudenziale. I tempi per il rilascio dell'autorizzazione variano anche in funzione della rilevanza della partecipazione da acquisire e della disponibilità delle informazioni sulla situazione patrimoniale e finanziaria del richiedente.

L'indipendenza nell'esercizio della funzione di vigilanza e la trasparenza con cui la Banca d'Italia rende pubblici principi e criteri dell'attività di controllo trovano costante riconoscimento da parte delle istituzioni internazionali.

Le informazioni relative a profili di vigilanza sono tutelate dal segreto di ufficio. Deroghe sono possibili, nei casi tassativamente stabiliti.

Il ruolo delle banche

Il rendimento del capitale e delle riserve del sistema bancario si è collocato, come ricordato, al 10,7 per cento nel 2004; gli utili sono ammontati a 11 miliardi di euro. I ricavi sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente; si sono ulteriormente ridotti i costi operativi; sono diminuite le rettifiche di valore sui crediti.

Informazioni preliminari mostrano che i risultati conseguiti nei primi tre mesi di quest'anno sono in linea con quelli registrati nel 2004.

Il miglioramento della redditività ha contribuito a rafforzare la dotazione patrimoniale del sistema bancario. Il patrimonio di vigilanza del sistema ha raggiunto 149 miliardi; in rapporto alle attività rischiose si attesta all'11,6 per cento; era pari al 10,1 nel 2000. Il divario rispetto alla media delle banche europee, ridottosi nel corso degli ultimi anni, si colloca intorno all'1 per cento.

Il ricorso al credito bancario rimane fondamentale per il sistema produttivo italiano, anche per l'ancora limitato sviluppo del mercato dei capitali. Per le piccole e medie imprese, che costituiscono la parte preponderante del nostro sistema industriale, il credito bancario rappresenta circa il 70 per cento dei finanziamenti esterni.

Alcuni dei maggiori gruppi creditizi hanno costituito banche dedicate al finanziamento delle imprese, soprattutto di quelle piccole e medie. Si sono rafforzati gli intermediari che operano su scala provinciale o regionale.

In pochi anni sono diventate operative tutte le tipologie di fondi di investimento previste dal Testo unico della finanza. Ma stenta a emergere la domanda di servizi innovativi di finanza aziendale.

La nostra economia sta attraversando una fase di difficoltà di crescita particolarmente acuta. La perdita di competitività del settore industriale ha carattere essenzialmente strutturale. Imprese in difficoltà rischiano di essere escluse dal mercato. Aumenta il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, ristagna l'occupazione.

È fondamentale in questa difficile fase di transizione della nostra economia il sostegno del settore creditizio. Vanno assecondati le nuove iniziative nei settori a tecnologia avanzata, gli investimenti in ricerca e sviluppo.

Il sistema creditizio deve promuovere l'apertura del capitale delle aziende a operatori idonei ad aumentare e riorientare la capacità produttiva. Deve favorire la crescita dimensionale delle imprese, assisterle nella necessaria attività di espansione all'estero al fine di difendere e riconquistare quote nel mercato internazionale.

Signori Partecipanti, Autorità, Signore, Signori,

negli Stati Uniti nel primo trimestre di quest'anno l'incremento su base annua del prodotto è stato del 3,5 per cento. Sono ancora aumentate la produttività e l'occupazione.

Le previsioni indicano per il 2005 e per il 2006 una crescita in linea con quella del prodotto potenziale, valutata nell'ordine del 3,5 per cento annuo.

L'aumento dei tassi di interesse messo in atto dalla Riserva federale rallenterà l'espansione della massa monetaria; volto a contenere le aspettative di inflazione, non ha influito negativamente sui tassi a medio e lungo termine; questi rimangono in tutti i principali mercati su livelli moderati, favorendo gli investimenti e la domanda per consumi.

L'espansione dell'economia statunitense si rifletterà positivamente sulle altre economie avanzate e su quelle emergenti.

In Giappone l'aumento del prodotto nel 2005 dovrebbe aggirarsi sull'1,5 per cento; dovrebbe risultare più alto nel 2006. Continua rapida l'espansione dei paesi di recente industrializzazione dell'Asia.

Lo sviluppo del commercio mondiale di beni e servizi nell'anno in corso sarà dell'ordine del 7 per cento.

Nell'area dell'euro la crescita sarà inferiore a quella dell'anno 2004; rimarrà nettamente al di sotto dello sviluppo del reddito potenziale, valutato nel 2 per cento.

Incombe sull'Europa un rallentamento della crescita della popolazione. L'invecchiamento agisce sulla capacità di innovare, frena la crescita della domanda per consumi e per investimenti; ne discenderà una lievitazione dei costi della sanità, dell'assistenza, dei sistemi pensionistici.

Si impongono riforme che tendano ad allungare la vita attiva e a razionalizzare l'assetto dei sistemi sanitari.

Politiche fiscali e servizi volti a sollevare le condizioni delle famiglie meno agiate e a favorire la natalità e l'istruzione sono indispensabili, in una prospettiva di medio termine, per impedire un ripiegamento dello sviluppo economico e sociale. È inevitabile un aumento dei flussi di immigrati; sono necessarie politiche dirette a regolare gli ingressi, da un lato, a favorire l'integrazione, dall'altro.

Rispetto all'anno 2000, la produzione industriale è calata in Italia di oltre cinque punti percentuali; negli altri paesi dell'area dell'euro è aumentata di quattro punti.

Il divario si è fatto evidente dalla metà del 2003 allorché, a fronte della ripresa in Francia e in Germania, in Italia l'attività ha iniziato una diminuzione, che si è accentuata nella seconda metà dello scorso anno. Nel primo quadrimestre di quest'anno la produzione industriale risulta inferiore del 2,7 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2004.

Pesa sul settore manifatturiero la progressiva perdita di competitività, essenzialmente dovuta al mancato sviluppo della produttività. Il calo della produzione si riflette anche sul settore dei servizi.

Nonostante il forte aumento del commercio mondiale le nostre vendite all'estero rimarranno, quest'anno, sui livelli del 2004. In cinque anni, dal 2000, le quantità esportate non hanno segnato alcuna crescita.

Dall'indagine annuale effettuata dalla Banca sulle intenzioni di spesa delle imprese dell'industria e dei servizi con 20 o più addetti risulta, per il 2005, una aspettativa di diminuzione degli investimenti, in quantità, del 3,6 per cento. Nel settore terziario al calo del 5 per cento del 2004 seguirebbe quest'anno una ulteriore diminuzione.

Gli investimenti in opere pubbliche sono rimasti nei primi mesi del 2005 sui livelli di un anno prima. Non si è ancora realizzata l'intensificazione dell'attività attesa in conseguenza delle innovazioni legislative e dell'aumento delle gare di appalto; oltre a difficoltà nei processi decisionali, le imprese segnalano una carenza di erogazione di fondi.

I consumi crescerebbero, in linea con gli anni precedenti, intorno all'1 per cento.

Tende ad arrestarsi l'aumento dell'occupazione.

Per il prodotto interno lordo l'aumento nel 2005 sarà sostanzialmente nullo.

Una lieve ripresa nella seconda metà dell'anno, favorita da interventi di politica economica, permetterà di tornare alla crescita nel 2006.

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2005, sulla base degli andamenti in atto, sarà dell'ordine del 4 per cento del prodotto, a fronte del 2,7 a suo tempo previsto nella Relazione previsionale e programmatica, basato su una ipotesi di crescita del prodotto interno lordo del 2 per cento.

L'economia italiana presenta aspetti di criticità che potrebbero comprometterne, se non superati, lo sviluppo nel medio termine.

La correzione della tendenza della spesa pubblica corrente, il riordino dell'imposizione fiscale sulle imprese e sul lavoro, una decisa lotta all'evasione, una riduzione significativa del peso del debito costituiscono la premessa per innalzare il tasso di sviluppo potenziale della nostra economia.

Sono necessarie, da parte delle imprese, iniziative che puntino alla crescita dimensionale, all'innovazione tecnologica, allo sviluppo di nuove produzioni.

Alle imprese devono dare sostegno la prospettiva di un quadro macroeconomico di stabilità e crescita e interventi specifici a livello settoriale. È necessario un aumento della concorrenza nell'industria e nel settore terziario.

È indispensabile una partecipazione delle forze sociali e del lavoro al rilancio dello sviluppo.

Il settore creditizio, grazie anche al suo rafforzamento, continuerà a fornire le necessarie risorse al settore produttivo.

L'espansione dei finanziamenti è stata intensa per le aziende piccole, soprattutto per quelle localizzate nel Mezzogiorno; sono state sostenute grandi imprese in difficoltà.

Nell'economia italiana, come e più che negli altri grandi paesi industriali, Stati Uniti, Francia, Germania, la diffusa presenza di aziende medie e piccole richiede, accanto agli istituti di maggiore dimensione, banche attente all'economia locale, non trascurando le opportunità offerte dalla globalizzazione.

Ma la finanza non può sostituirsi all'imprenditore nel perseguimento dell'innovazione, nella progettualità, nell'innalzamento della produttività.

Rimane bassa in Italia la dotazione di capitale pubblico. In molte regioni economicamente più progredite sono carenti le infrastrutture di base per i trasporti; nel Mezzogiorno sono insufficienti anche la fornitura di energia e la distribuzione delle risorse idriche.

È necessario colmare il ritardo nel passaggio alla fase esecutiva delle grandi opere legate alla legge obiettivo. Con il completamento della normativa sulla finanza di progetto può divenire ampio il coinvolgimento dei capitali privati. L'impegno degli enti pubblici, anche regionali e locali, può consentire un aumento degli investimenti nel 2006 e nel 2007.

Adeguate e moderne infrastrutture sono indispensabili per lo sviluppo del settore del turismo, nel quale il nostro Paese, per l'eccezionale dotazione di beni culturali e ambientali, gode di un vantaggio comparato. Nel Mezzogiorno l'industria turistica è molto al di sotto delle risorse potenziali.

Ulteriori liberalizzazioni e modernizzazioni nel settore terziario contribuiranno ad accrescere la produttività e l'occupazione. Sono quantitativamente poco sviluppati, anche per carenza di domanda, i servizi più avanzati per le imprese. Occorre progredire nella riorganizzazione della funzione pubblica.

Grazie ai bassi tassi di interesse e ai cospicui finanziamenti a medio e a lungo termine, la domanda interna è stata sostenuta, negli ultimi quattro anni, dagli investimenti in costruzioni.

La difficoltà a esportare e la flessione degli investimenti produttivi frenano congiuntamente la domanda. L'incremento del prodotto interno lordo rimane di molto inferiore al pur modesto tasso di crescita del potenziale produttivo.

È necessario che nei grandi complessi urbani l'attività di progettazione e gli investimenti infrastrutturali ravvivino, prontamente, la domanda. Uno stimolo all'investimento privato può derivare dai provvedimenti in favore della competitività.

L'Italia ha saputo affrontare e superare periodi difficili nella sua storia, anche recente, grazie all'impegno dell'Amministrazione pubblica e delle Istituzioni, alle iniziative della classe imprenditoriale, alla convinta collaborazione delle forze sociali.

Il cattivo andamento dell'economia influisce negativamente sugli atteggiamenti dei cittadini nei confronti delle istituzioni, dei governanti, dei loro progetti.

I recenti orientamenti politici di importanti paesi dell'Unione europea devono rafforzare l'impegno per una più sostenuta crescita economica del Continente nel quale ci sentiamo integrati per le comuni radici culturali e civili.

È necessario dare basi di legittimazione democratica e di rappresentanza alle istituzioni europee, applicare pienamente il principio di sussidiarietà che i Padri fondatori vollero alla base del Trattato di Roma. Più che una intensificazione delle regole, va ricercata, in un contesto unitario, la valorizzazione delle diversità e delle genialità proprie delle singole nazioni ed economie.

È necessario ritrovare la fiducia. La Politica, le Istituzioni, gli imprenditori che sono aperti al futuro, le parti sociali debbono reagire, convergere su obiettivi realistici di interesse generale, operare fattivamente per riprendere, in un contesto economico internazionale che rimane essenzialmente favorevole, la via dello sviluppo economico e civile.

IV. – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO
DELLA BANCA D'ITALIA

I – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

LE ATTIVITÀ E L'ORGANIZZAZIONE DELLA BANCA

L'impegno operativo e organizzativo della Banca, con l'attivo contributo delle Filiali, si è in particolare rivolto alla progettazione e all'attuazione di iniziative, a livello europeo e nazionale, caratterizzate da un elevato grado di complessità e da un considerevole impiego di risorse.

Nell'ambito dell'Eurosistema, l'Istituto ha intensificato l'azione per la realizzazione della piattaforma unica europea del nuovo sistema dei pagamenti TARGET 2. È in corso di realizzazione la procedura finalizzata a utilizzare, dal 1° gennaio 2007, i prestiti bancari a garanzia delle operazioni di credito del SEBC. Si sviluppano i lavori di adeguamento delle procedure operative e informatiche del sistema contabile ai fini dell'applicazione del criterio dell'*economic approach* per la rilevazione dei fatti di gestione.

La Banca partecipa attivamente alle iniziative di studio e di sperimentazione delle caratteristiche di sicurezza delle banconote e alla definizione di indirizzi comuni in tema di gestione del circolante. È in fase di completamento il progetto per lo scambio di informazioni fra le Centrali dei rischi di sette paesi dell'Unione europea. Dal gennaio del 2005 l'Istituto offre servizi per la gestione delle riserve in euro alle banche centrali non appartenenti all'area dell'euro e a organismi sovranazionali, con modalità standardizzate stabilite dall'Eurosistema (*Eurosystem Reserve Management Services – ERMS*).

A livello nazionale, nel campo del sistema dei pagamenti è stata avviata la nuova versione del sistema di regolamento lordo BI-REL. Ulteriori progressi ha segnato il progetto di completamento del modello di Tesoreria statale telematica. Nella realizzazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope) significativi avanzamenti sono stati conseguiti con la definizione di un sistema di codifica uniforme degli incassi e dei pagamenti degli enti pubblici. Si sono conclusi gli interventi tecnici e procedurali riguardanti le segnalazioni alla Centrale di allarme interbancaria.

Nel campo della Vigilanza creditizia e finanziaria, un impegno particolare è stato dedicato all'analisi dei temi connessi con l'applicazione della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento e con l'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali (IAS). Sono proseguiti gli interventi di revisione della regolamentazione secondaria in relazione alla riforma del diritto societario.

Intensi sono stati i rapporti di collaborazione con gli organi costituzionali, le altre istituzioni nazionali, gli organismi di cooperazione economica e finanziaria internazionale. Contributi di riflessione vengono offerti in occasione di iniziative di studio e dibattito su temi economici, sociali e culturali.

Nell'utilizzo delle risorse aziendali prosegue l'azione volta alla razionalizzazione degli assetti organizzativi delle unità di base e alla semplificazione dei processi di lavoro, con particolare riguardo alle attività di autoamministrazione. Nelle Filiali risulta quasi completato il progetto di accorpamento delle unità di Cassa e di Riscontro; sono in corso gli interventi organizzativi, tecnici e logistici per la riunificazione alle Sedi di Milano e Napoli delle coesistenti Succursali.

Vengono rafforzati i presidi della continuità operativa in situazioni di emergenza, anche attraverso una nuova metodologia uniforme per l'analisi e la gestione dei rischi. Si sono concluse le attività tecniche per la realizzazione dell'infrastruttura a chiavi pubbliche (*Public Key Infrastructure* - PKI) che offre servizi di autenticazione, crittografia di messaggi e documenti, firma elettronica.

Per il contenimento quantitativo e per la crescita della qualità della compagine, nella gestione delle risorse umane viene intensificata l'integrazione delle competenze.

L'operatività della Banca

Banca centrale e mercati. – Sono stati avviati i lavori propedeutici al passaggio alla lista unica delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di credito compiute dalle banche centrali del SEBC e sono state apportate modifiche alla normativa e alle procedure relative alla riserva obbligatoria. Proseguono le iniziative per il miglioramento delle stime sulla liquidità del sistema.

Nel 2004 sono state eseguite 67 operazioni di mercato aperto, di cui 52 di rifinanziamento principali, 12 di rifinanziamento a più lungo termine e 3 di fine-tuning. Il numero delle banche abilitate si è ridotto da 91 a 76, in seguito a processi di concentrazione aziendale e al passaggio al nuovo sistema BI-REL. Gli intermediari sono risultati aggiudicatari, in media, del 5,9 per cento degli importi assegnati dalla BCE; la quota di titoli esteri utilizzati dalle banche è passata dal 30 al 40 per cento. Sono state effettuate

operazioni in cambi connesse con il servizio del debito in valuta della Repubblica e per adempiere gli impegni derivanti dalla partecipazione al FMI.

In relazione all'utilizzo dei prestiti bancari nelle operazioni di politica monetaria, di finanziamento infragiornaliero e di Emergency Liquidity Assistance (ELA) nel 2005 è stato costituito un gruppo di lavoro per l'analisi dei profili tecnico-legali, amministrativi e procedurali connessi con questa innovazione.

Sono state migliorate le analisi di previsione della liquidità bancaria nell'area dell'euro, al fine di ridurre gli errori connessi con la variabilità dei depositi delle Amministrazioni pubbliche. In Italia è in via di definizione un accordo tra la Banca e il Ministero dell'Economia e delle finanze per compensare gli eventuali errori di previsione con operazioni di mercato giornaliero che influenzino il saldo del Conto Disponibilità del Tesoro.

Nella gestione delle riserve valutarie per conto della BCE l'Istituto ha ulteriormente affinato le tecniche per la misurazione dei rischi e per il controllo del risultato di gestione, attraverso una revisione dei benchmark delle attività in portafoglio; nell'amministrazione delle proprie riserve in valuta le iniziative sono state rivolte al potenziamento delle analisi e all'ampliamento del novero degli strumenti finanziari utilizzati.

Al 31 dicembre 2004 le riserve gestite per conto della BCE ammontavano a circa 5,1 miliardi di euro ai prezzi di mercato; la diminuzione del 7 per cento rispetto alla fine del 2003 è dovuta all'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro e dello yen. Alla stessa data le riserve valutarie di proprietà della Banca ammontavano a 21,6 miliardi di euro, con una flessione del 15 per cento circa rispetto all'anno precedente, più della metà della quale attribuibile a effettive cessioni.

Interventi di verifica sulla gestione delle riserve in valuta detenute per conto della BCE sono stati condotti dall'Ispettorato interno e dalla società KPMG, che svolge le attività di revisione contabile sulla BCE.

In materia di debito pubblico, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle finanze, è stata elaborata un'organica e aggiornata base normativa che regola i rapporti con il Ministero e con gli operatori partecipanti alle aste dei titoli di Stato.

Le convenzioni sottoscritte secondo la nuova disciplina riconoscono una provvigione di collocamento agli operatori e un compenso alla Banca per il servizio reso.

Il programma di finanziamento sul mercato interno è stato caratterizzato dall'ulteriore razionalizzazione del calendario delle emissioni effettuate mediante il sistema dell'asta (166 operazioni, di cui 70 riservate agli operatori specialisti in titoli di Stato), a fronte del maggior ricorso ai sindacati di collocamento (6 operazioni). Sui mercati internazionali sono stati emessi 5 global bonds, 4 euro medium-term notes e 66 commercial papers.

Nel processo di ristrutturazione del profilo delle scadenze, il Ministero dell'Economia e delle finanze ha determinato la ripresa, dopo l'interruzione del biennio precedente, degli interventi in acquisto di titoli di Stato mediante asta, con utilizzo delle risorse sia

del Conto Disponibilità del Tesoro sia del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Nell'anno sono stati rimborsati anticipatamente titoli per nominali 8.286 milioni di euro mediante asta ed effettuate due operazioni di acquisto sul mercato over-the-counter per 1.390 milioni di euro e due di concambio sull'MTS per un importo nominale di titoli ritirati pari a complessivi 2.509 milioni di euro.

Nella gestione degli investimenti in euro effettuati per finalità diverse da quelle di regolazione della liquidità, ivi compresi quelli a fronte dei mezzi patrimoniali, è proseguita l'azione di diversificazione del portafoglio azionario e di contenimento della duration di quello obbligazionario.

Nel comparto obbligazionario gli investimenti effettuati nell'anno hanno riguardato esclusivamente titoli di Stato, per complessivi 12,5 miliardi di euro, a fronte di titoli venuti a scadenza per un controvalore di 7,6 miliardi di euro. Sul mercato dei titoli azionari sono stati effettuati acquisti per 106 milioni di euro e cessioni per 272 milioni.

Alla fine del 2004 il patrimonio netto complessivo del Fondo pensione complementare per i dipendenti dell'Istituto assunti dal 28 aprile 1993 ammontava a 53 milioni di euro. I rendimenti conseguiti dai due comparti in cui si articola il fondo riflettono gli andamenti tendenzialmente positivi registrati nel 2004 dai principali mercati azionari e obbligazionari, parzialmente attenuati dal contestuale rafforzamento dell'euro nei confronti delle principali divise estere in cui è denominata una parte dei portafogli.

Nell'ambito della supervisione sui mercati l'Istituto ha collaborato all'emanazione di nuove norme in materia di accesso ai mercati, di obblighi di comunicazione alla Banca circa la partecipazione degli intermediari ai sistemi vigilati, nonché di operatività della Cassa di compensazione e garanzia. In sede internazionale si collabora alla definizione di linee guida per l'attività di *trading* e *post trading*.

La Banca ha fornito pareri al Ministro dell'Economia e delle finanze per le modifiche ai regolamenti dei mercati MTS e Bondvision.

In relazione all'avvio, avvenuto a gennaio del 2004, del nuovo servizio di regolamento Express II è stato emanato, d'intesa con la Consob, il provvedimento del Governatore del 18 giugno 2004, che disciplina la materia della definitività per i servizi di gestione accentrata. L'Istituto ha emanato, ai sensi del D.lgs. 12 aprile 2001, n. 210, il provvedimento del 9 giugno 2004, relativo alle modalità con le quali ciascun ente italiano comunica alla Banca, in relazione all'apertura delle procedure di insolvenza, l'elenco dei sistemi di pagamento o di regolamento titoli a cui partecipa.

Nell'ottobre dello scorso anno sono state varate le linee guida per la continuità operativa dei sistemi per la negoziazione all'ingrosso, per la compensazione, il regolamento e la garanzia accentrata degli strumenti finanziari.

Il sistema dei pagamenti e la Tesoreria. – Nell'area dei pagamenti è stata completata nel maggio del 2004, con la migrazione dell'intero si-

stema, la fase di avvio del nuovo BI-REL. La Banca è impegnata nel potenziamento dei servizi offerti e nella definizione di linee evolutive dei sistemi. Rilevanti impegni sono connessi con la realizzazione della *Single Shared Platform (SSP)* di TARGET 2; il Consiglio direttivo della BCE ha approvato nel luglio del 2004 le specifiche funzionali elaborate dall'Istituto, dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banque de France e, in dicembre, ha accettato l'offerta delle stesse banche centrali nazionali per la realizzazione e la gestione del nuovo sistema (cfr. la sezione: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*).

Attesa la rilevanza del progetto per la comunità bancaria italiana, è stato costituito un gruppo di lavoro al quale partecipano l'ABI, l'e-MID, la Monte Titoli e la Cassa di compensazione e garanzia, unitamente a banche che trattano oltre il 70 per cento dei pagamenti regolati in BI-REL. Il gruppo curerà il coordinamento delle attività per il passaggio della piazza finanziaria italiana al nuovo sistema.

Nel settore dei pagamenti al dettaglio proseguono i lavori per il miglioramento del sistema di regolamento BI-COMP. Il relativo quadro normativo è stato adeguato alla nuova disciplina sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli. Viene fornita collaborazione alle iniziative volte a creare un mercato unico europeo dei pagamenti al dettaglio (Single Euro Payments Area - SEPA). In tale prospettiva la Banca ha deciso di aderire entro la fine del 2005 al sistema STEP 2, al quale già accedono altre banche centrali; ciò permetterà l'esecuzione di pagamenti transfrontalieri disposti dall'Istituto ovvero dalle banche commerciali che intendono avvalersi dei suoi servizi.

Prosegue la messa a punto delle istruzioni di dettaglio, secondo l'art. 146 del Testo unico bancario, per la sorveglianza sui sistemi, le infrastrutture e gli strumenti di pagamento. Sono state intensificate le attività di verifica e di intervento sugli strumenti di pagamento, tradizionali e innovativi, anche al fine di accrescere il contributo alla definizione di standard europei e di favorire l'adeguamento del sistema italiano al progetto SEPA.

Riguardo alla qualità dei servizi di pagamento forniti alla clientela finale e al rispetto delle norme da parte degli operatori, assumono particolare rilievo le verifiche eseguite presso le banche per accertare il rispetto delle norme del regolamento n. 2560/2001/CE in materia di pagamenti transfrontalieri in euro. Sono state avviate iniziative in merito alle azioni fraudolente effettuate sui circuiti delle carte di debito (ATM/POS). Nell'area degli strumenti innovativi sono proseguite le analisi sulla diffusione delle nuove tecnologie.

Sono stati realizzati i segmenti della Centrale di allarme interbancaria relativi alle segnalazioni in materia di sanzioni amministrative (ASA) e penali (ASP). È stata fornita collaborazione al Ministero dell'Economia e delle finanze per la realizzazione di un archivio per la prevenzione delle frodi effettuate con strumenti di pagamento diversi dal contante.

In seguito all'approvazione in sede CIPA delle specifiche funzionali per l'attivazione dei segmenti ASA e ASP, sono stati eseguiti i relativi collaudi con alcune banche pilota e con il sistema. È in via di realizzazione una procedura per la gestione delle informazioni sugli esposti presentati dai soggetti interessati da segnalazioni di revoca all'emissione di assegni e/o all'utilizzo di carte di pagamento.

Nell'espletamento dei compiti di Tesoreria centrale e provinciale dello Stato, le iniziative sono volte a massimizzare i vantaggi connessi con l'utilizzo delle reti telematiche per il sistema dei pagamenti pubblici.

Nel 2004 le Tesorerie hanno eseguito incassi per 2.545.617 milioni di euro e pagamenti per 2.543.054 milioni di euro; al 31 dicembre il saldo del Conto Disponibilità del Tesoro è risultato pari a 15.771 milioni di euro, contro i 13.208 milioni dell'anno precedente (cfr. tav. a11).

Nella prospettiva della completa informatizzazione del servizio di tesoreria, sono stati attuati la dematerializzazione delle quietanze di versamento sulle contabilità speciali e il collegamento dei flussi di bilancio e di tesoreria. La dematerializzazione degli ordini di accreditamento sarà completata con la gestione telematica dei relativi ordinativi emessi dalle Amministrazioni pubbliche.

*La Vigilanza creditizia e finanziaria. – La funzione è stata impegnata nell'attività di controllo cartolare e ispettivo dei soggetti vigilati. Gli interventi si sono prevalentemente concentrati sui profili del rafforzamento patrimoniale e sull'analisi dei sistemi di governo e di controllo interno dei rischi (cfr. la sezione: *L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari*).*

Nell'aprile del 2005 il numero delle banche sottoposte a supervisione condivisa dell'Amministrazione Centrale e delle Filiali è stato ampliato da 78 a 86.

In materia di accesso al mercato bancario da parte di operatori italiani ed esteri sono state tenute 15 riunioni con i promotori delle iniziative; 14 incontri hanno riguardato operazioni di riassetto azionario o la ristrutturazione di gruppi bancari.

Gli accertamenti ispettivi hanno impegnato 123 elementi dell'Ispettorato vigilanza per 16.417 giornate (rispettivamente, 117 e 16.128 nel 2003); essi sono stati coadiuvati da 48 dipendenti appartenenti ad altri Servizi dell'Amministrazione Centrale e alle Filiali, per 2.365 giornate lavorative (936 nel 2003). Gli accertamenti condotti in autonomia dalle Filiali hanno impegnato 417 elementi, per complessive 16.794 giornate lavorative (412 dipendenti per un totale di 17.134 giornate l'anno precedente).

Le Filiali hanno effettuato presso gli sportelli delle banche 844 verifiche del rispetto della normativa sulla trasparenza delle condizioni contrattuali (683 nel 2003); tali accertamenti hanno richiesto l'impiego di 852 addetti per un totale di 1.930 giornate lavorative (rispettivamente, 628 e 1.889 nell'anno precedente). Con riguardo agli esposti, nel 2004 sono state esaminate 5.923 segnalazioni, di cui 4.400 gestite dalle Filiali (rispettivamente, 4.835 e 3.846 nel 2003).

Nell'anno, per nuove consulenze richieste dall'Autorità giudiziaria, sono stati impegnati 12 elementi del corpo ispettivo e 16 addetti ad altri Servizi dell'Amministrazione Centrale e alle Filiali. Hanno reso testimonianze su convocazione dell'Autorità giudiziaria 18 Ispettori.

Si sono svolte 212 riunioni del Gruppo interservizi per l'esame dei rapporti ispettivi e 38 del Gruppo consultivo per l'esame delle irregolarità emerse nell'attività di vigilanza cartolare (rispettivamente 224 e 41 nel 2003); la Commissione consultiva per l'esame delle irregolarità di vigilanza si è riunita 30 volte.

In tema di promozione e tutela della concorrenza nel settore bancario sono state analizzate 27 operazioni di concentrazione; nell'ambito delle istruttorie su intese lesive della concorrenza si sono tenute 28 riunioni con le parti interessate e con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato.

Dal dicembre del 2004 le Filiali hanno svolto 150 indagini conoscitive sui costi di chiusura dei conti correnti e di altri rapporti intrattenuti dalle banche con la clientela; esse sono altresì impegnate a rilevare l'eventuale formazione a livello locale di intese tra operatori, dirette principalmente alla segmentazione dei mercati.

La circolazione monetaria. – Nell'ambito dell'Eurosistema la Banca partecipa alle attività di studio e di sperimentazione di nuove caratteristiche di sicurezza dei biglietti; concorre alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto delle contraffazioni.

La produzione realizzata nel 2004 ha riguardato, come nell'anno precedente, i tagli da 50 e 100 euro, per un totale di 271,53 milioni di banconote (461,2 milioni nel 2003).

Il processo di allestimento finale delle banconote è stato ulteriormente perfezionato attraverso l'installazione di appositi sistemi di confezionamento in scatola e di sigillatura secondo criteri standard adottati dal Consiglio direttivo della BCE nella riunione del 5 giugno 2003.

Proseguono, in collaborazione con altre stamperie europee, le attività di progettazione di versioni rielaborate dei tagli più esposti al rischio di contraffazione (cosiddette banconote di emergenza).

Nel corso dell'anno sono stati immessi in circolazione 2 miliardi di banconote, per complessivi 81,1 miliardi di euro (rispettivamente 1,9 e 79,8 miliardi di euro nell'anno precedente). Il flusso di rientro nelle casse dell'Istituto ha riguardato 1,9 miliardi di biglietti, pari a 70,3 miliardi di euro: un quantitativo analogo è stato sottoposto a procedure di selezione automatica presso le Filiali.

Alla fine del 2004 l'ammontare complessivo delle banconote in euro emesse dalla Banca risultava pari, al netto di quelle rientrate, a 1,8 miliardi di pezzi, per un valore di 90,3 miliardi di euro, con un incremento del 13,6 per cento rispetto alla consistenza registrata alla fine del 2003 (79,5 miliardi di euro).

La quota residua di banconote in lire in circolazione ammontava alla fine del 2004 a 459 milioni di pezzi (466 milioni a fine 2003) al netto dei biglietti nel frattempo prescritti.

Il quantitativo di monete in lire rientrate alla Cassa speciale per le monete a debito dello Stato è stato pari a 113 milioni di pezzi, per un valore di 17 miliardi di lire.

Nell'anno sono state riconosciute false 103.552 banconote, a fronte delle 92.197 del 2003. Personale dell'Istituto ha svolto 24 incarichi peritali per conto dell'Autorità giudiziaria (32 nel 2003).

La ricerca giuridica. – L'Istituto ha seguito le diverse iniziative di riforma delle discipline in tema di attività d'impresa, con riguardo al diritto societario, commerciale, della giustizia per le imprese e fallimentare.

Nell'ambito comunitario è stato fornito supporto ai progetti di attuazione del Piano d'azione sul diritto societario, segnatamente per l'emanazione di direttive sulla disciplina del capitale delle società per azioni e sui conti annuali e consolidati. La Banca ha partecipato all'elaborazione di una nuova versione dei principi di corporate governance, concordati in sede OCSE.

Rappresentanti dell'Istituto hanno partecipato all'analisi degli aspetti giuridici del project financing, condotta dal Gruppo di lavoro istituito presso il Ministero dell'Economia e delle finanze, per la realizzazione e la gestione di nuove infrastrutture.

Si sono conclusi i lavori di ricerca riguardanti: i cosiddetti patrimoni destinati in una prospettiva di analisi economica del diritto, gli assetti proprietari e le modalità di controllo delle imprese italiane non quotate, l'attribuzione di incentivi azionari agli amministratori, l'efficienza del nuovo diritto societario rispetto alle esigenze espresse dal mercato del venture capital. Sono stati condotti approfondimenti sul ruolo delle società di rating nel mercato dei capitali, con riguardo ai possibili conflitti di interesse nell'esercizio di tale funzione.

La ricerca storica. – Si è concluso il progetto di ricerca sull'innovazione tecnologica italiana nel secondo dopoguerra, che comprende tre saggi riguardanti l'analisi della produttività dell'industria manifatturiera, gli scambi commerciali con l'estero e i fattori innovativi di sistema.

È stato pubblicato nella collana Quaderni dell'Ufficio Ricerche storiche un saggio sul modello di specializzazione internazionale dell'Italia negli anni sessanta ed è stato condotto uno studio sul legame tra i regimi di cambio e la crescita economica dall'Unità d'Italia all'avvio della UEM.

È in fase di avanzata realizzazione il progetto per la riorganizzazione e la valorizzazione degli archivi storici delle Filiali.

Completato il censimento della documentazione conservata, sono stati pianificati gli interventi per l'avvio della fase di schedatura elettronica delle carte. L'Archivio storico dell'Amministrazione Centrale ha acquisito una copia digitale delle carte di Guido Jung, Ministro delle finanze negli anni trenta.

Le risorse aziendali

L'assetto organizzativo. – L'azione organizzativa è stata rivolta a programmare e realizzare soluzioni innovative mirate alla razionalizzazione degli assetti delle unità di base, alla semplificazione dei processi di lavoro e allo snellimento della normativa interna.

Presso le Filiali l'unificazione delle unità di Cassa e di Riscontro risultava attuata, alla fine di marzo del 2005, in 77 stabilimenti su 99. Circa 1.000 dipendenti hanno beneficiato delle iniziative di formazione, tese all'integrazione delle culture e delle professionalità nel nuovo assetto.

È stata deliberata dal Consiglio Superiore e approvata dal Ministro dell'Economia e delle finanze la riunificazione delle Succursali di Milano e di Napoli alle coesistenti Sedi. L'intervento mantiene immutati i livelli di servizio prestati all'utenza, non comporta oneri per le Amministrazioni pubbliche, migliora l'organizzazione territoriale dell'Istituto.

In relazione ai mutamenti quantitativi e qualitativi nell'operatività della rete territoriale sono stati elevati al rango di Divisione gli Uffici di Vigilanza presso le Succursali di Bolzano e di Brescia e accorpate le unità di segreteria con quelle di vigilanza presso le Filiali di Catania, Lecce e Trapani.

Presso l'Amministrazione Centrale è stato costituito un Comitato di coordinamento per la Centrale di allarme interbancaria (CAI), incaricato di una prima valutazione degli esposti connessi con il funzionamento della Centrale e dell'esame delle proposte concernenti l'adeguamento della normativa in materia. I compiti di preparazione della partecipazione alle riunioni dei Consigli BCE sono stati assegnati al Servizio Studi.

Proseguono le iniziative mirate alla razionalizzazione e allo snellimento delle attività di autoamministrazione nonché al miglioramento dei sistemi di circolazione e di fruizione in sicurezza delle informazioni.

È stata determinata l'estensione a tutta la rete territoriale della stipula e della gestione su base regionale dei contratti di pulizia e sanificazione degli ambienti delle Filiali. Compilate le attività tecniche per la realizzazione dell'infrastruttura a chiavi pubbliche (PKI), è in corso la definizione del quadro normativo interno propedeutico all'avvio dei servizi.

Nel campo della circolazione delle informazioni è stato rivisto il Sistema per l'integrazione e la distribuzione delle informazioni finanziarie e operative (SIDIFO), ampliando il novero degli utenti dell'Area specialistica - riservata alle funzioni istituzionali - e definendo i criteri per l'accesso all'Area informativa, destinata a una platea più ampia di fruitori.

È giunto a compimento il progetto di razionalizzazione dell'attività di produzione e di consultazione dei testi normativi, che potenzia la procedura archivio elettronico con nuove funzionalità.

Nel quadro dei compiti in tema di coordinamento normativo, sono state esaminate 101 disposizioni interne, di cui 7 nuove circolari, 31 aggiornamenti di quelle già emanate

e 63 messaggi amministrativi. In materia di protezione dei dati personali è stato redatto un testo unico che compendia e armonizza le disposizioni interne e predisposto il consueto aggiornamento del Documento programmatico di sicurezza previsto dall'art. 34 del D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196.

Le risorse umane. – La gestione delle risorse umane continua a essere orientata alla valorizzazione del patrimonio di conoscenze e di esperienze del personale, anche grazie al diffuso utilizzo delle tecniche di formazione a distanza, idonee a realizzare itinerari di apprendimento continui, tempestivi e uniformi sul territorio.

L'organico effettivo al 31 dicembre 2004 risultava costituito da 8.096 dipendenti, con una flessione di 213 unità rispetto al 2003 (tav. al2). Nell'ultimo decennio il personale dell'Istituto si è ridotto di 1.271 unità, di cui 636 nell'ultimo quinquennio.

A fronte della maggiore complessità delle attività svolte, negli ultimi cinque anni il personale che riveste posizioni funzionali e in possesso di competenze specialistiche è passato dal 36,3 al 40,3 per cento del totale.

Nel corso dell'anno sono state perfezionate 100 assunzioni (46 nel 2003), di cui 3 nella carriera direttiva, 92 nella operativa e 5 in quella dei servizi generali e di sicurezza (Segesi); tra esse rilevano le immissioni di laureati in discipline matematico-finanziarie per esigenze specialistiche (tav. al3).

Nel 2004 sono state espletate due ulteriori selezioni straordinarie interne per l'accesso alla carriera operativa di elementi provenienti da quella Segesi; hanno conseguito il passaggio 90 dipendenti, di cui 83 a livello locale e 7 a livello centrale. Gli appartenenti alla carriera Segesi risultavano 710 a fine 2004 (832 al 31 dicembre del 2003), con una significativa riduzione nel decennio (478 elementi, di cui 327 nell'ultimo quinquennio).

Le titolarità delle unità di base risultanti dal processo di unificazione delle strutture di Cassa e di Riscontro sono state assegnate – mirando a obiettivi di complementarità professionale – a 50 elementi provenienti dall'ex ruolo di cassa e a 27 dell'ex ruolo amministrativo.

Il nuovo sistema di formazione a distanza, avviato nel marzo del 2004, prevede percorsi strutturati nei quali vengono integrati momenti di apprendimento individuale e collaborativi; sono stati coinvolti 1.400 dipendenti in materie istituzionali, gestionali, linguistiche e di informatica d'utente.

Le iniziative di formazione in aula sono state rivolte a 3.955 addetti, per complessive 18.483 giornate di frequenza; tra esse rientrano gli itinerari formativi per i Coadiutori (80 elementi) e i seminari per la rilevazione delle capacità organizzativo-gestionali (indirizzati a 103 Funzionari di 2^a e a 79 Coadiutori).

È *proseguita la trattativa per il rinnovo degli accordi sindacali per il quadriennio 2002-05.*

Nell'anno sono stati sottoscritti accordi riguardanti l'orario di lavoro - in attuazione delle innovazioni legislative in materia - e la previdenza complementare. Negli ultimi

mesi del 2004 si sono svolti incontri con le rappresentanze del personale, a carattere informativo, di verifica e aggiornamento sul processo di unificazione delle strutture di Cassa e di Riscontro delle Filiali.

Sono in corso approfondimenti per i profili amministrativi, procedurali e tecnici legati alla gestione delle prestazioni del Fondo pensione complementare.

La risorsa informatica. – L'azione della funzione è stata rivolta principalmente allo sviluppo delle applicazioni e delle infrastrutture del SEBC, al potenziamento dei servizi informativi, dei sistemi e delle reti di telecomunicazione, al rafforzamento dei presidi della sicurezza informatica.

Con riferimento al progetto TARGET 2, le attività hanno riguardato: la definizione e l'avvio della realizzazione della nuova infrastruttura, la progettazione della rete per il collegamento delle Banche centrali nazionali che forniranno la Single Shared Platform, lo sviluppo delle funzioni applicative di competenza della Banca. In ambito SEBC, è stato completato il progetto per il rinnovo della rete di comunicazione e per l'estensione alle Banche centrali dei dieci paesi nuovi membri dell'Unione europea, che ha visto la Banca d'Italia e la Deutsche Bundesbank svolgere le funzioni di sito pilota.

Per quanto concerne le applicazioni istituzionali, nell'ambito della Tesoreria telematica è stata realizzata la componente Ordini di accreditamento del progetto di dematerializzazione dei titoli relativi alle spese decentrate; sono state svolte le prime fasi di collaudo dell'archivio del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope) e sono stati realizzati i segmenti della Centrale di allarme interbancaria per la gestione delle segnalazioni in materia di sanzioni amministrative e penali (cfr. il paragrafo: L'operatività della Banca).

Nel comparto aziendale sono terminati gli interventi per il nuovo archivio elettronico della normativa e l'estensione alle Filiali della procedura per la gestione della corrispondenza.

Nell'ambito delle attività di evoluzione dell'utilizzo di internet, è stata completata l'infrastruttura tecnologica per la raccolta dei dati in condizioni di sicurezza; è in corso la realizzazione di una architettura che consentirà agli utenti interni di accedere a internet direttamente dal posto di lavoro.

Nell'ambito della Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione (CIPA) sono stati avviati interventi di razionalizzazione nel comparto degli incassi delle procedure interbancarie; prosegue la collaborazione ai lavori per lo sviluppo dei servizi di e-banking e di migrazione delle carte di pagamento alla tecnologia del microcircuito. È stato assicurato il contributo della Banca ai lavori del gruppo in tema di business continuity del sistema finanziario.

La risorsa statistica. – Nell'anno è entrata in vigore la riforma delle segnalazioni statistiche decedali, che risponde a esigenze di armonizzazione con altre statistiche bancarie; è stata inoltre innovata la rilevazione analitica trimestrale dei tassi di interesse attivi e passivi praticati dagli intermediari alla clientela.

Sono stati effettuati interventi normativi per accrescere le potenzialità informative, l'efficienza e la tempestività del servizio di Centrale dei rischi, in relazione agli orientamenti emersi in sede internazionale in tema di gestione del rischio di credito e all'evoluzione dell'operatività degli intermediari.

Il progetto dedicato allo scambio di informazioni fra le Centrali dei rischi di sette paesi dell'Unione europea è giunto alla completa definizione delle procedure tecnico-amministrative per lo scambio dei dati; sono state realizzate le relative funzioni software e illustrate agli intermediari segnalanti le caratteristiche degli scambi informativi. Le innovazioni introdotte dal D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 (Codice in materia di protezione dei dati personali) hanno richiesto l'aggiornamento del foglio informativo sul funzionamento della Centrale consegnato ai diretti interessati in occasione dell'accesso ai dati.

È stata rivista la normativa degli intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo unico bancario allo scopo di ricomprendere nelle segnalazioni di vigilanza l'attività di rilascio di garanzie, le operazioni di cartolarizzazione, le varie tipologie di factoring e i canali distributivi.

Con riferimento alla diffusione delle informazioni, sul sito internet dell'Istituto è stata resa disponibile una nuova versione della Base informativa pubblica on-line, caratterizzata da miglioramenti funzionali e dall'introduzione di strumenti volti a facilitare il reperimento dei dati; gli accessi del pubblico hanno fatto registrare sensibili incrementi, passando dai 130.000 del 2003 ai 160.000 del 2004.

Il patrimonio immobiliare e le dotazioni. – I lavori di completamento delle opere edili e impiantistiche dei nuovi edifici e dei fabbricati ad uso magazzino presso il Centro Donato Menichella in Frascati hanno fatto registrare significativi progressi.

In parallelo, sono state sviluppate le lavorazioni nelle aree destinate alla costruzione della seconda portineria e dei parcheggi. Le attività connesse con la gestione e la manutenzione del Centro, oltre ad assicurare la funzionalità degli ambienti di lavoro e la qualità dei servizi all'utenza, sono orientate a garantire la continuità operativa delle strutture ivi presenti. Sono state delineate misure di protezione volte ad accrescere i livelli di sicurezza del comprensorio.

Gli interventi di riordino e di manutenzione degli edifici ad uso funzionale dell'Amministrazione Centrale e delle Filiali sono stati principalmente rivolti al rinnovo delle infrastrutture impiantistiche e di sicurezza.

Nell'ambito del progetto di riassetto logistico dell'area romana proseguono i lavori di adeguamento dei complessi di via dei Serpenti e di via Piacenza 6, nei quali troveranno collocazione alcune funzioni preposte allo svolgimento di attività istituzionali.

Le reti di trasmissione dati e fonia sono state potenziate presso la quasi totalità delle Unità della rete territoriale. Interventi a prevalente carattere impiantistico sono stati avviati presso le Filiali di Ascoli Piceno, Ferrara, Siracusa. Tra i progetti di riordino rile-

vano il completamento delle opere presso la Filiale di Messina e la palazzina che ospita la Delegazione di Bruxelles. Sono in fase di avanzata esecuzione i lavori per il rientro delle Succursali di Milano e Napoli nelle coesistenti Sedi. È in corso il restauro dei prospetti esterni delle Sedi di Bologna e di Palermo.

Sono state introdotte innovazioni nei processi di approvvigionamento di beni e di servizi al fine di accrescerne la tempestività e l'economicità, mantenendo elevata l'attenzione alla valutazione degli standard qualitativi.

Presso le Strutture dell'area romana risulta avviato il progetto di approvvigionamento di beni di consumo (e-procurement) con la messa a disposizione di un catalogo elettronico limitato, nella fase iniziale, agli articoli di cancelleria.

Sono stati completati gli interventi per la riqualificazione degli arredi di tre Filiali e gli allestimenti degli ambienti della Delegazione di Bruxelles e dei nuovi locali del CASC.

La collezione di opere d'arte della Banca è stata arricchita con l'acquisto di 52 opere (dipinti e sculture), di cui 24 di maggior pregio; è in programma la realizzazione di una pubblicazione sulle principali opere d'arte presenti in Palazzo Koch.

In materia di salute e sicurezza sul lavoro è stata portata a termine l'elaborazione della nuova metodologia di valutazione dei rischi aziendali e di redazione dei piani di sicurezza, secondo criteri di misurabilità dei risultati e di efficacia comunicativa.

I sopralluoghi compiuti presso le Filiali e l'Amministrazione Centrale sono stati rispettivamente 60 e 49. Speciale attenzione è stata dedicata agli ambienti di lavoro dove sono prevalenti le attività di natura tecnica; nell'ambito dei consueti controlli preventivi o periodici, sono stati svolti 810 accertamenti medici in relazione all'utilizzo di videoterminali, all'esposizione ad agenti fisici e chimici, alla movimentazione manuale dei carichi e al lavoro notturno.

L'attività di formazione, incentrata sulla materia dell'emergenza e della prevenzione antincendio, ha coinvolto complessivamente 983 dipendenti, mentre 147 elementi, tra Titolari di unità di Segreteria e addetti alla sicurezza presso le Filiali, hanno beneficiato di corsi di aggiornamento.

È stato deciso che presso tutti gli stabilimenti della Banca i compiti di primo soccorso siano svolti da dipendenti previamente addestrati. In occasione dell'introduzione del divieto di fumo negli ambienti di lavoro, è stato distribuito al personale un opuscolo informativo sui pericoli del tabagismo.

Controlli interni e organizzazione contabile. – Nel corso del 2004 l'Ispettorato interno ha effettuato accertamenti di carattere generale presso 21 Filiali, tra cui 4 Sedi; verifiche particolari sono state condotte presso 2 Servizi dell'Amministrazione Centrale e 5 Filiali. Ispettori hanno assicurato la temporanea direzione di 7 stabilimenti della rete territoriale.

In attuazione del programma concordato nell'ambito del SEBC sono stati svolti 9 interventi di revisione su sistemi e procedure. Si è fornita collaborazione alla società che cura la certificazione del bilancio della Banca, anche ai fini delle attestazioni richieste dai revisori esterni della BCE.

La funzione contabile è stata impegnata negli approfondimenti connessi con la revisione delle quote di partecipazione delle Banche centrali nazionali al capitale della BCE e nella realizzazione di interventi volti al rafforzamento della sicurezza contabile.

In relazione agli adeguamenti delle quote di partecipazione delle BCN al capitale della BCE, si è provveduto a curare gli aspetti progettuali, operativi e contabili relativi al meccanismo del reddito monetario, alla ripartizione della circolazione in euro, ai crediti derivanti dal trasferimento delle riserve valutarie.

Sono stati svolti approfondimenti analitici e aggiornate le procedure contabili in relazione alla connessione a TARGET, attraverso BI-REL, della Banca Nazionale di Polonia. Si è collaborato alla realizzazione, per finalità statistiche, di un archivio informatico dei titoli in euro e in valuta detenuti dalle BCN accentrato presso la BCE.

Si è proceduto ad affinare le metodologie di stima della redditività di medio-lungo periodo dell'Istituto, anche per valutare l'andamento prospettico del reddito soggetto a tassazione.

Sono stati definiti i profili contabili e la relativa normativa delle operazioni in euro con le banche centrali esterne all'Unione europea; si sono concluse le attività di preparazione della nuova matrice valutaria, operativa dal gennaio del 2005, per la segnalazione all'Ufficio italiano dei cambi delle operazioni utili ai fini della predisposizione delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

La riforma del diritto societario, attuata con il D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, è stata oggetto di ulteriori approfondimenti riguardanti, in particolare, l'arricchimento informativo della nota integrativa al bilancio dell'Istituto.

In materia di spesa viene perseguito il potenziamento dei sistemi elaborativi e informativi a supporto dei controlli. È giunto a completamento il progetto di evoluzione della contabilità analitica con la realizzazione del Sistema informativo per la rilevazione delle attività e delle risorse impiegate nei processi aziendali (Siria).

Nella gestione del bilancio di previsione sono stati ulteriormente razionalizzati i criteri di assegnazione degli stanziamenti per le spese a carattere discrezionale. Si è provveduto ad adeguare gli strumenti di esecuzione dei controlli, realizzando una nuova metodologia di verifica a campione dell'iter di spesa, dalla fase di selezione dei fornitori fino a quella di pagamento, potenziando altresì le basi informative per il censimento e l'analisi di tutte le anomalie riscontrate.

Gli strumenti informativi a supporto dei processi decisionali sono stati rafforzati con lo sviluppo di nuovi sistemi di data warehouse e di un software funzionale all'analisi e alla rendicontazione.

Nel campo della fiscalità l'attenzione si è concentrata in particolare sulla riforma dell'imposizione societaria, tenendo anche conto dell'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali.

Sono stati approfonditi gli aspetti della tassazione dei dividendi, le modalità di valutazione dei titoli azionari e obbligazionari, il regime fiscale delle operazioni straordinarie. Con riguardo alla tassazione del risparmio sono state esaminate, fra l'altro, le problematiche fiscali attinenti ai rendimenti delle obbligazioni, ai crediti cartolarizzati e all'utilizzo di strumenti finanziari di emittenti italiani ed esteri nelle operazioni del SEBC.

In tema di fiscalità internazionale è continuato lo studio sull'evoluzione e sulla convergenza delle regole in materia di imposizione delle società. La Banca ha partecipato ai lavori dell'Alta commissione di studio per la definizione dei meccanismi strutturali del federalismo fiscale.

La normativa interna in materia di adempimenti fiscali è stata rivista in seguito alle modifiche legislative intervenute in numerosi settori (tassazione dei redditi e delle attività finanziarie, imposta sul reddito delle persone fisiche, imposta sul valore aggiunto, sanzioni tributarie amministrative).

L'attività di assistenza fiscale a dipendenti e pensionati ha riguardato 6.812 assistiti, contro i 3.456 che hanno scelto di avvalersi dei servizi offerti dai CAF.

Relazioni con istituzioni e organismi esterni. – Nel corso del 2004 si sono sviluppati i rapporti di collaborazione della Banca con le istituzioni nazionali e altri interlocutori sui temi riguardanti lo stato dell'economia, il rilancio della competitività, le riforme strutturali, la revisione della disciplina sul risparmio, il governo societario; crescenti sono gli impegni di cooperazione a livello europeo e internazionale.

Nell'ambito nazionale, l'Istituto ha prestato consulenza in favore del Parlamento con le consuete audizioni annuali del Governatore di luglio e ottobre sulla finanza pubblica.

Contributi di riflessione sono stati forniti in occasione di convegni e iniziative di studio su temi economici, istituzionali e sociali. In particolare, il Governatore è intervenuto all'European Banking Congress sui temi della vigilanza e del controllo dei mercati; ha svolto la relazione conclusiva presso l'Accademia dei Lincei per la commemorazione di Franco Modigliani. In questa stessa sede ha avuto luogo il convegno per celebrare la figura di Luigi Einaudi, Governatore della Banca d'Italia nel periodo 1945-48.

A livello europeo, oltre ai lavori nell'ambito dell'Eurosistema, è proseguita la cooperazione nel campo della Vigilanza creditizia e finanziaria. Esponenti della Banca hanno preso parte ai lavori condotti presso la Commissione e il Consiglio dell'Unione europea (48 riunioni), il Comitato delle autorità europee di Vigilanza bancaria e quello di regolamentazione dei valori mobiliari, il Gruppo di Contatto tra le Autorità di Vigilanza della U.E. (77 riunioni), il Comitato per la Vigilanza bancaria presso la BCE (22 riunioni). Come per il passato, è stata particolarmente attiva la partecipazione ai lavori del Comitato di Basilea per la Vigilanza bancaria (86 riunioni), al Joint Forum (11 riunioni), all'OCSE (10 riunioni), all'Organizzazione mondiale del commercio e al round negoziale GATS 2000 (3 riunioni).

È stata assicurata la partecipazione dei membri del Direttorio a 24 incontri presso organismi e forum multilaterali - Fondo monetario internazionale, Banca Mondiale, G7, G10, G20, Financial Stability Forum, OCSE, BRI - sulle tematiche relative, tra l'altro, alla congiuntura internazionale, al prezzo del petrolio e alle politiche energetiche, alla promozione dello sviluppo e della lotta alla povertà in vista dei Millennium Development Goals. Particolare attenzione è stata rivolta al problema della ristrutturazione del debito sovrano dei paesi del Sud-est asiatico colpiti dal maremoto alla fine del 2004.

L'evoluzione delle iniziative in merito alla prevenzione e alla soluzione delle crisi finanziarie è stata seguita con l'apporto conoscitivo delle Delegazioni dell'Istituto presenti all'estero. Sono stati svolti approfondimenti sui mercati emergenti e sul rischio paese nonché sull'evoluzione delle trattative per l'adesione della Turchia e dei paesi balcanici alla Unione europea.

Si è intensificata l'attività di assistenza tecnica in favore di altre banche centrali.

Complessivamente sono state organizzate in Italia 44 iniziative in favore di banche centrali e autorità di vigilanza di 43 paesi, per un totale di circa 400 giorni/uomo di formazione; esse hanno riguardato principalmente la Russia, i paesi balcanici e quelli del Mediterraneo; nell'ambito dei rapporti bilaterali con altre banche centrali, il Governatore ha effettuato una visita presso la Banca centrale d'Israele, in occasione del 50° anniversario della sua fondazione, e un altro membro del Direttorio ha partecipato alla celebrazione del 125° anniversario della costituzione della Banca Nazionale di Bulgaria.

Nel quadro dei lavori condotti dall'External Communications Committee della BCE, sono stati affrontati i temi della definizione di nuovi standard di comunicazione nell'Eurosistema e gli aspetti attinenti all'informazione sulle caratteristiche di sicurezza delle banconote in euro. In seguito all'approvazione del documento La missione dell'Eurosistema da parte del Consiglio direttivo della BCE, agli inizi del 2005 è stata curata la diffusione del documento tra il personale della Banca.

Si è tenuta la XXVIII edizione del Trentennale di Lavoro dei dipendenti, che ha visto la partecipazione del Presidente della Corte costituzionale. Nell'ambito dell'evento Genova capitale europea della cultura 2004, la Banca ha partecipato alla mostra dal titolo Per fili e per segni - Ingegno italiano e società dell'informazione, per documentare il ruolo svolto dall'Istituto nel campo delle tecnologie informatiche e della comunicazione.

Gli organi statutari

Nell'anno non si sono verificate variazioni nella composizione del Consiglio Superiore e del relativo Comitato. Nella riunione del 31 maggio 2004 l'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti ha provveduto all'elezione dei componenti del Collegio Sindacale, giunti alla scadenza del mandato triennale, riconfermando tutti i precedenti membri effettivi e supplenti. Nella stessa occasione, l'Assemblea ha approvato la proposta del Consiglio Superiore di affidare l'incarico di revisione del bilancio della Banca per il triennio 2004-06 alla società PricewaterhouseCoopers.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA: NOTA INTEGRATIVA

Le risultanze di bilancio dell'esercizio 2004 risentono, come nel 2003, del deprezzamento del dollaro USA che nell'anno ha perso circa l'8 per cento del valore nei confronti della moneta unica (da 1,2630 a 1,3621).

Il totale della situazione patrimoniale è pari a 159.586 milioni di euro, in crescita di 14.060 milioni rispetto all'esercizio precedente (145.526 milioni). Dal lato dell'attivo, l'aumento è ascrivibile alla formazione di una posizione complessiva creditoria nei confronti dell'Eurosistema connessa con l'operatività di TARGET, nonché all'incremento delle operazioni di rifinanziamento e dei titoli in euro, fattori questi che hanno più che compensato la flessione del valore delle attività in valuta e dell'oro. L'aumento, nel passivo, rispecchia la crescita delle banconote in circolazione, nonché l'incremento dei depositi per riserva obbligatoria e delle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, in parte compensato dal venir meno, rispetto al 2003, della posizione debitoria intra Eurosistema.

L'utile netto dell'esercizio ammonta a 25 milioni di euro (52 nel 2003). Sul risultato, che ha beneficiato della crescita degli interessi attivi netti, hanno inciso le svalutazioni da cambio (1.699 milioni, prevalentemente sulla posizione in dollari) e la quota a carico dell'Istituto (248 milioni) della perdita della BCE, originata anch'essa da minusvalenze su cambi. Si è fatto ricorso all'utilizzo del fondo rischi generali (per 754,5 milioni); al conto economico sono riaffluite, in seguito al cosiddetto disinquinamento fiscale (D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), la riserva per ammortamento anticipato e quella relativa agli accantonamenti ex D.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, fiscalmente dedotti negli ultimi anni. L'insieme dei richiamati fattori ha concorso alla formazione di una perdita fiscale ai fini dell'imposta sul reddito delle società (Ires) di 758 milioni.

Al 29 aprile 2005 il cambio dollaro/euro è risultato pari a 1,2957, con un recupero di circa il 5 per cento rispetto a quello di fine 2004.

1. Principi, criteri e struttura del bilancio

1.1. *Principi di redazione del bilancio.* – Nella redazione del bilancio la Banca d'Italia è tenuta all'osservanza di norme speciali e, per quanto da queste non disciplinato, di quelle civilistiche, avendo presenti quando del caso i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

- dal 1° comma dell'articolo 8 del D.lgs. 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 Banca centrale europea (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”.

La BCE, con interventi normativi adottati nel 1998 e successivamente modificati, da ultimo con atto di indirizzo approvato dal proprio Consiglio direttivo in data 5 dicembre 2002 (ECB/2002/10), ha emanato disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC (cosiddette *poste system*) e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio (*poste non system*). Il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre emanato l'8 aprile 1999 la raccomandazione ECB/1999/NP7, concernente il trattamento contabile dei costi sostenuti per la produzione delle banconote.

Avvalendosi delle facoltà riconosciute dall'art. 8 del D.lgs. 43/1998, la Banca applica a tutti gli effetti le norme contabili obbligatorie e le raccomandazioni emanate dalla BCE, ivi incluse quelle riguardanti gli schemi di conto economico in forma scalare e di stato patrimoniale. Quest'ultimo è analogo al modello di situazione mensile dei conti approvato, ai sensi del 2° comma dell'art. 8 del D.lgs. 43/1998, dal Ministro dell'Economia e delle finanze;

- dal RD 11 giugno 1936, n. 1067 (Statuto della Banca) e successive modificazioni, che stabilisce particolari criteri di ripartizione dell'utile netto, di formazione di riserve straordinarie e fondi speciali, di destinazione del rendimento degli investimenti delle riserve.

Ai fini della redazione del bilancio, il complesso delle norme sopra richiamate è integrato dalle disposizioni di cui al:

- D.lgs. 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);
- D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366);

In applicazione del citato decreto n. 6/2003, è stato operato il cosiddetto disinquinamento fiscale con riguardo alle operazioni poste in essere in esercizi precedenti relative

agli ammortamenti anticipati e agli accantonamenti alla speciale riserva (ex D.lgs. 21 aprile 1993, n. 124) del 3 per cento del trattamento di fine rapporto attribuito a fondi pensione complementare.

- D.lgs. 27 gennaio 1992, n. 87 (Attuazione della direttiva n. 86/635/CEE, relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva n. 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi ed istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro) e successive modificazioni;
- articolo 65 (operazioni sui titoli di Stato) della legge 27 dicembre 2002, n. 289.

1.2. *Criteri contabili e di valutazione.* – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2004 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con i Sindaci.

All'avvio della terza fase della UEM il costo iniziale di libro dell'oro, delle attività/passività in valuta e dei titoli utilizzabili in operazioni di politica monetaria è stato adeguato ai prezzi di mercato correnti a quella data, con registrazione delle relative plusvalenze in conti di rivalutazione cosiddetti pre-system.

ORO

- *ai fini della valorizzazione delle rimanenze e del calcolo del risultato delle relative negoziazioni, viene applicato il criterio del "costo medio netto giornaliero";*
- *la valutazione viene effettuata in base al prezzo di fine esercizio comunicato dalla BCE; le plusvalenze sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione; le minusvalenze eccedenti le pregresse rivalutazioni sono portate a conto economico. Le plusvalenze accertate fino a tutto il 1° gennaio 1999 e ancora esistenti al 30 dicembre 2002, accantonate in appositi conti, sono state utilizzate ai sensi dell'articolo 65, comma 3, della legge n. 289/2002;*
- *il costo, valido anche a fini fiscali, è pari al valore iscritto in bilancio al netto del relativo conto di rivalutazione.*

ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA

- *ai fini della valorizzazione delle rimanenze e del calcolo del risultato delle relative negoziazioni, viene applicato per ciascuna valuta il criterio del "costo medio netto giornaliero";*
- *la valutazione viene effettuata in base ai tassi di cambio di fine esercizio comunicati dalla BCE; le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione; quelle derivanti dall'adeguamento al valore di mercato e accertate fino a tutto il 1° gennaio 1999, vengono trasferite al conto economico, in caso di*

rimborsi o cessioni, secondo criteri di proporzionalità; le minusvalenze eccedenti le pregresse rivalutazioni sono portate a conto economico con contestuale iscrizione tra le rendite dell'utilizzo dello specifico fondo, se ancora esistente, costituito all'inizio della terza fase della UEM;

- *i titoli azionari in divisa estera immobilizzati restano iscritti al cambio storico;*
- *la quota di partecipazione al Fondo monetario internazionale (FMI) viene convertita sulla base del cambio euro/DSP comunicato dallo stesso Fondo, in occasione dell'ultima operazione disposta, per la quota originariamente sottoscritta in lire e al cambio euro/DSP indicato dalla BCE per la quota in diritti speciali di prelievo (DSP).*

TITOLI

- *il costo dei titoli obbligazionari (clean price) viene rettificato della quota del premium/discount (differenza tra il valore di libro e quello di rimborso, da imputare a conto economico – pro rata temporis secondo una metodologia basata sulla capitalizzazione composta – in relazione alla vita residua del titolo);*
- *la valorizzazione delle rimanenze, ai fini della determinazione dell'utile o della perdita su titoli, viene effettuata, per ciascuna tipologia di titolo, in base al metodo del "costo medio giornaliero";*
- *la valutazione delle rimanenze viene effettuata:*
 1. *nel caso di titoli non immobilizzati:*
 - a) *per i titoli azionari e obbligazionari quotati: al prezzo di mercato disponibile alla fine dell'esercizio; le plusvalenze non realizzate vengono appostate nei conti di rivalutazione; le plusvalenze derivanti dall'adeguamento al valore di mercato e accertate fino a tutto il 1° gennaio 1999, vengono trasferite al conto economico, in caso di rimborsi o vendite, secondo criteri di proporzionalità; le minusvalenze, eccedenti le pregresse rivalutazioni, sono portate a conto economico con contestuale iscrizione tra le rendite dell'utilizzo dello specifico fondo, se ancora esistente, costituito all'inizio della terza fase della UEM;*
 - b) *per i titoli obbligazionari non quotati: al costo, tenendo anche conto dell'eventuale minor valore corrispondente a situazioni particolari riferibili alla posizione dell'emittente;*
 - c) *per i titoli azionari non quotati e per le quote di partecipazione non rappresentate da azioni: al costo, che viene ridotto qualora le perdite risultanti dall'ultimo bilancio approvato ovvero situazioni particolari dell'emittente siano tali da far assumere al titolo un valore inferiore al costo.*
 2. *nel caso di titoli immobilizzati (obbligazioni e azioni):*
 - a) *al costo, tenendo anche conto di situazioni particolari, riferibili alla posizione dell'emittente, che facciano scendere il valore del titolo al di sotto del costo.*

PARTECIPAZIONI

Le partecipazioni in società controllate e collegate che rientrano nel comparto immobilizzato vengono valutate al costo, tenendo conto di eventuali perdite delle partecipate che riducano la quota di patrimonio netto.

Il fondo di dotazione dell'UIC e la partecipazione alla BCE sono valutati al costo.

I dividendi e gli utili sono rilevati per cassa.

Non si procede al consolidamento con i bilanci degli enti partecipati, in quanto la Banca d'Italia non rientra tra gli enti previsti dall'art. 25 del D.lgs. 127/1991.

Il bilancio dell'UIC è allegato a quello della Banca d'Italia a norma dell'art. 4 del D.lgs. 26 agosto 1998, n. 319.

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Sia per gli immobili che per i mobili e gli impianti l'ammortamento ha inizio nel trimestre successivo a quello in cui il bene è stato acquistato.

Immobili

- *sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative, maggiorato delle rivalutazioni effettuate a norma di legge. Le quote di ammortamento relative agli immobili strumentali a uso istituzionale e a quelli "oggettivamente strumentali", in quanto non suscettibili di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni, compresi tra gli investimenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo.*

Mobili e impianti

- *sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento vengono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).*

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Procedure, studi e progettazioni in corso e acconti

- *sono iscritti al costo di acquisto ovvero al costo di produzione direttamente imputabile.*

Procedure, studi e progettazioni definiti

- *sono iscritti al costo di acquisto o di produzione direttamente imputabile e vengono ammortizzati in base a coefficienti ritenuti congrui con la residua possibilità di utilizzo.*

Oneri pluriennali

- *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 l'impianto e l'ampliamento di reti di comunicazione nonché per contributi a tantum previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi;*
- *i costi per l'esecuzione di lavori di tipo "incrementativo" sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.*

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non vengono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

RIMANENZE DEI SERVIZI TECNICI

La valorizzazione delle rimanenze di magazzino, che riguardano solo il Servizio Elaborazioni e sistemi informativi, viene effettuata con il metodo LIFO.

RATEI E RISCONTI

Accolgono quote di costi e di proventi dell'anno (ratei) e degli esercizi successivi (risconti).

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

La BCE e le dodici Banche centrali nazionali (BCN) dell'area dell'euro, che insieme compongono l'Eurosistema, emettono le banconote in euro dal 1° gennaio 2002 (Decisione 2001/15 della Banca centrale europea del 6 dicembre 2001 sulla emissione delle banconote in euro, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 337 del 20.12.2001, pp.52-54, e successive modifiche). Con riferimento all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese l'ammontare complessivo delle banconote in euro in circolazione viene redistribuito sulla base dei criteri di seguito indicati.

Dal 2002 alla BCE viene attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento viene attribuito a ciascuna BCN in misura proporzionale alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE (quota capitale). La quota di banconote attribuita a ciascuna BCN è rappresentata nella voce di stato patrimoniale Banconote in circolazione. La differenza tra l'ammontare delle banconote attribuito a ciascuna BCN, sulla base della quota di allocazione, e quello delle banconote effettivamente messe in circolazione dalla BCN considerata, dà origine a saldi intra Eurosistema remunerati. Dal 2002 e sino al 2007 i saldi intra Eurosistema derivanti dalla allocazione delle banconote sono rettificati al fine di evitare un impatto eccessivo sulle situazioni reddituali delle BCN rispetto agli anni precedenti. Le correzioni sono apportate sulla base della differenza tra l'ammontare medio della circolazione di ciascuna BCN nel periodo tra luglio 1999 e giugno 2001 e l'ammontare medio della circolazione che sarebbe risultato nello stesso periodo applicando il meccanismo di allocazione basato sulle quote capitale. Gli aggiustamenti verranno ridotti anno per anno fino alla fine del 2007, dopodiché il reddito relativo alle banconote verrà integralmente redistribuito in proporzione alle quote versate di partecipazione delle BCN al capitale della BCE (Decisione 2001/16 della Banca centrale europea del 6 dicembre 2001 sulla distribuzione del reddito monetario delle BCN degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio 2002, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 337 del 20.12.2001, pp.55-61, e successive modifiche).

Gli interessi attivi e passivi maturati su questi saldi sono regolati attraverso i conti con la BCE e inclusi nella voce di conto economico interessi attivi netti.

Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che il reddito da signoraggio della BCE, derivante dalla quota dell'8 per cento delle banconote ad essa attribuite, venga riconosciuto separatamente alle BCN dopo la fine di ciascun trimestre sotto forma di una distribuzione provvisoria di utili (Decisione 2002/9 della Banca centrale europea del 21 novembre 2002, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 323 del 28.11.2002, pp.49-50). Tale distribuzione avverrà per l'intero ammontare del reddito da signoraggio, a meno che quest'ultimo non risulti superiore al profitto netto della BCE relativo all'anno

considerato o il Consiglio direttivo della BCE decida di ridurre il reddito da signoraggio a fronte di costi sostenuti per l'emissione e la detenzione di banconote. La distribuzione di acconti sugli utili da parte della BCE, corrispondenti alla quota di reddito da signoraggio della BCE stessa riconosciuta all'Istituto, è registrata per competenza nell'esercizio cui tale reddito si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi e gli utili da partecipazione.

Per l'esercizio 2004 il Consiglio direttivo, in relazione al risultato economico della BCE, ha deciso che l'intero ammontare del reddito da signoraggio resti attribuito alla BCE stessa.

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ NELL'AMBITO DELL'EUROSISTEMA

Per ogni BCN, il saldo complessivo netto intra Eurosystema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema è evidenziato tra le Attività/Passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.

ACCANTONAMENTI

Ai fondi rischi

- *i fondi rischi tengono conto, nel rispetto del principio della prudenza, della rischiosità insita nei diversi comparti operativi della Banca secondo una valutazione di congruità che ha riguardo al complesso dei fondi stessi. La stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli dell'Istituto è effettuata con la metodologia Value at Risk (VaR), avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione;*
- *il fondo rischi generali fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.*

L'alimentazione e l'utilizzo dei fondi sono deliberati dal Consiglio Superiore.

Al fondo imposte

- *il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare (anche differite), determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da assolvere in applicazione della vigente normativa fiscale, nonché gli oneri derivanti da potenziali contenziosi tributari.*

A copertura della perdita della BCE

- *l'accantonamento accoglie la quota a carico della Banca d'Italia per il ripianamento della perdita della BCE dell'esercizio 2004, ai sensi dell'art. 33.2 dello Statuto del SEBC.*

Diversi per il personale

- *gli accantonamenti a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale (TQP) assunto prima del 28 aprile 1993 vengono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;*
- *il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati (gratifica, premio di presenza, congedo ordinario e straordinario non goduto, premio di laurea, somme accantonate per i neoassunti, altri emolumenti) e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;*

- *il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati viene alimentato secondo quanto previsto dall'articolo 24 del Regolamento per il trattamento di quiescenza del personale;*
- *gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto, che non aderisce a fondi pensione, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.*

Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è stato istituito un apposito fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo).

ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

Sono esposte al valore nominale. In particolare:

- *per i crediti, il valore nominale coincide con quello di presumibile realizzo;*
- *per le attività e le passività derivanti da imposte differite, ivi comprese – tra le attive – quelle originate dall'applicazione dell'art. 65, comma 2, della legge n. 289/2002, l'iscrizione avviene sulla base del presumibile effetto fiscale che si manifesterà nei futuri esercizi.*

Nell'ambito delle voci altre attività e altre passività sono iscritte le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione viene effettuata al valore di mercato di fine periodo. Le conseguenti plus/minusvalenze costituiscono componenti reddituali che, alla stregua delle altre risultanze economiche della gestione, modificano direttamente il patrimonio del fondo.

Tra le altre passività sono ricomprese le banconote in lire non ancora presentate per la conversione.

CONTRATTI FUTURE SUI TASSI DI INTERESSE SUL MERCATO DEL DOLLARO

I margini iniziali sono rilevati nello stato patrimoniale; i margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, comunicati dal clearer, confluiscono nel conto economico, convertiti al cambio del giorno.

CONTI D'ORDINE

I titoli in deposito sono esposti al valore nominale; le azioni per quantità; le altre fattispecie al valore facciale o al valore convenzionale.

I contratti future vengono rilevati sotto la data della contrattazione al valore nominale.

Le poste in valuta sono convertite al cambio disponibile alla fine dell'esercizio, comunicato dalla BCE.

2. Commento al bilancio

2.1. *Situazione patrimoniale.* – Il totale della situazione patrimoniale del 2004 (tavv. I1 e I2) è pari – senza considerare i conti d’ordine (tav. I3) – a 159.586 milioni, in crescita di 14.060 milioni rispetto ai 145.526 del 2003.

Tav. I1

SITUAZIONE PATRIMONIALE - ATTIVO (migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
1 Oro e crediti in oro	25.348.345	26.042.196	-693.851
2 Attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro	20.449.732	24.064.857	-3.615.125
2.1 crediti verso FMI	3.633.965	4.211.995	-578.030
2.2 titoli (non azionari)	13.482.833	14.764.932	-1.282.099
2.3 conti correnti e depositi	3.330.873	5.085.718	-1.754.845
2.4 operazioni temporanee.....	–	–	–
2.5 altre attività	2.061	2.212	-151
3 Attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro	5.595.383	6.449.176	-853.793
3.1 controparti finanziarie	5.595.383	6.449.176	-853.793
3.1.1 titoli (non azionari).....	2.704.044	1.848.797	855.247
3.1.2 operazioni temporanee.....	–	–	–
3.1.3 altre attività	2.891.339	4.600.379	-1.709.040
3.2 Pubbliche Amministrazioni	–	–	–
3.3 altre controparti	–	–	–
4 Crediti verso non residenti nell'Area Euro ..	–	–	–
5 Rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'Area Euro relativo a operazioni di politica monetaria.....	14.632.036	8.196.819	6.435.217
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	14.218.341	8.190.918	6.027.423
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.....	411.676	–	411.676
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	–	–	–
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale.....	–	5.901	-5.901
5.6 crediti connessi a richieste di margini.....	2.019	–	2.019
6 Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'Area Euro	309	227	82
7 Titoli emessi da residenti nell'Area Euro (non azionari).....	1.978.378	1.672.191	306.187

Segue: Tav. II

SITUAZIONE PATRIMONIALE - ATTIVO
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
8 Crediti verso la Pubblica Amministrazione ..	18.560.775	18.716.265	-155.490
<i>titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege</i> <i>289/2002</i>	17.515.125	17.620.737	-105.612
<i>poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi</i> <i>- parte titolarizzata</i>	1.011.958	1.061.836	-49.878
<i>poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi</i> <i>- parte non titolarizzata</i>	33.692	33.692	-
9 Rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro	15.246.999	8.192.250	7.054.749
9.1 partecipazione al capitale della BCE	726.278	744.750	-18.472
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.262.784	7.447.500	-184.716
9.3 crediti netti derivanti dall'allocatione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	-	-	-
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti) ..	7.257.937	-	7.257.937
10 Partite da regolare	1.916	10.975	-9.059
11 Altre attività	57.771.628	52.180.741	5.590.887
11.1 cassa	26.161	18.375	7.786
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228	-
11.3 investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)	29.112.652	28.433.560	679.092
<i>titoli di Stato</i>	22.261.928	22.501.646	-239.718
<i>azioni e partecipazioni</i>	6.530.508	5.398.307	1.132.201
<i>altri titoli</i>	320.216	326.043	-5.827
<i>operazioni temporanee</i>	-	207.564	-207.564
11.4 immobilizzazioni immateriali	25.171	24.294	877
11.5 oneri pluriennali	5.729	6.379	-650
11.6 immobilizzazioni materiali (al netto dei fondi di ammortamento)	2.452.221	2.582.288	-130.067
11.7 ratei e risconti	714.540	697.771	16.769
11.8 diverse	25.176.926	20.159.846	5.017.080
<i>titoli in euro immobilizzati</i>	14.937.352	10.102.123	4.835.229
<i>altri investimenti a garanzia del TQP</i>	72.527	65.205	7.322
<i>imposte differite attive</i>	8.333.106	8.075.456	257.650
<i>altre partite</i>	1.833.941	1.917.062	-83.121
Totale ...	159.585.501	145.525.697	14.059.804

SITUAZIONE PATRIMONIALE - PASSIVO
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
1 Banconote in circolazione	84.191.126	73.807.446	10.383.680
2 Passività verso istituzioni creditizie dell'Area Euro relative a operazioni di politica monetaria	12.971.530	10.303.853	2.667.677
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	12.970.082	10.302.910	2.667.172
2.2 depositi <i>overnight</i>	1.448	943	505
2.3 depositi a tempo determinato	—	—	—
2.4 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	—	—	—
2.5 depositi relativi a richieste di margini	—	—	—
3 Altre passività verso istituzioni creditizie dell'Area Euro	—	—	—
4 Passività verso altri residenti nell'Area Euro ..	15.968.221	13.371.028	2.597.193
4.1 Pubblica Amministrazione	15.859.340	13.294.609	2.564.731
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	15.770.902	13.208.117	2.562.785
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	3.586	23.510	-19.924
4.1.3 altre passività	84.852	62.982	21.870
4.2 altre controparti	108.881	76.419	32.462
5 Passività verso non residenti nell'Area Euro	30.501	28.971	1.530
5.1 debiti verso Banche Centrali dell'UE non rientranti nell'Area Euro	151	1	150
5.2 altre passività	30.350	28.970	1.380
6 Passività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro	—	—	—
7 Passività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro	648.189	373.753	274.436
7.1 depositi e conti correnti	9.609	10.446	-837
7.2 altre passività	638.580	363.307	275.273
8 Assegnazioni di DSP da parte del FMI	800.455	827.427	-26.972
9 Rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro	6.077.311	7.713.041	-1.635.730
9.1 passività per <i>promissory-notes</i> a fronte di certificati di debito della BCE	—	—	—
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema..	6.077.311	5.687.330	389.981
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	—	2.025.711	-2.025.711

Segue: Tav. I2

SITUAZIONE PATRIMONIALE - PASSIVO
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
10 Partite da regolare	23.640	33.905	-10.265
11 Altre passività	2.290.977	2.499.260	-208.283
11.1 vaglia cambiari	524.323	646.587	-122.264
11.2 servizi di cassa	2	2.313	-2.311
11.3 ratei e risconti	27.162	8.934	18.228
11.4 diverse	1.739.490	1.841.426	-101.936
12 Accantonamenti	6.259.617	6.015.637	243.980
12.1 fondi rischi specifici	619.814	399.767	220.047
<i>fondo accantonamento perdite BCE</i>	<i>248.286</i>	<i>–</i>	<i>248.286</i>
<i>fondo assicurazione danni</i>	<i>309.874</i>	<i>309.874</i>	<i>–</i>
<i>fondo imposte</i>	<i>61.654</i>	<i>89.893</i>	<i>-28.239</i>
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.639.803	5.615.870	23.933
<i>accantonamenti a garanzia del TQP</i>	<i>5.541.138</i>	<i>5.520.930</i>	<i>20.208</i>
<i>fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati</i>	<i>1.684</i>	<i>1.647</i>	<i>37</i>
<i>accantonamenti per l'indennità di fine rapporto spettante al personale a contratto</i>	<i>1.748</i>	<i>1.591</i>	<i>157</i>
<i>fondo oneri per il personale</i>	<i>95.233</i>	<i>91.702</i>	<i>3.531</i>
13 Conti di rivalutazione	9.549.668	9.246.351	303.317
14 Fondo rischi generali	6.832.282	7.586.782	-754.500
15 Capitale e riserve	13.916.529	13.665.846	250.683
15.1 capitale sociale	156	156	–
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	9.893.880	9.495.816	398.064
15.3 altre riserve	4.022.493	4.169.874	-147.381
16 Utile netto da ripartire	25.455	52.397	-26.942
Totale ...	159.585.501	145.525.697	14.059.804

CONTI D'ORDINE (1)
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
ATTIVO			
Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ns. vendite a termine)	14.635.777	8.393.466	6.242.311
Titoli, valute e euro da ricevere (ns. acquisti a termine)	639.473	363.426	276.047
Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	-	3.310	-3.310
Titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso) ...	28.109	667.201	-639.092
Debitori per titoli e valori da ricevere (ns. vendite <i>future</i> in divisa)	-	958.828	-958.828
Titoli e valori da ricevere (ns. acquisti <i>future</i> in divisa)	2.232.582	924.386	1.308.196
Depositi titoli a garanzia <i>future</i> in divisa	14.683	15.835	-1.152
Debitori per operazioni connesse con la partecipazione al FMI	471.509	618.763	-147.254
Titoli e altri valori in deposito presso l'Istituto e presso terzi (2)	235.986.678	406.300.504	-170.313.826
Debitori per garanzie prestate	371	371	-
Totale ...	254.009.182	418.246.090	-164.236.908
PASSIVO			
Titoli, valute e euro da consegnare (ns. vendite a termine)	14.635.777	8.393.466	6.242.311
Creditori per titoli, valute e euro da consegnare (ns. acquisti a termine)	639.473	363.426	276.047
Titoli, valute e euro da consegnare (ordini in corso)	-	3.310	-3.310
Creditori per titoli, valute e euro da consegnare (ordini in corso)	28.109	667.201	-639.092
Titoli e valori da consegnare (ns. vendite <i>future</i> in divisa)	-	958.828	-958.828
Creditori per titoli e valori da consegnare (ns. acquisti <i>future</i> in divisa)	2.232.582	924.386	1.308.196
Creditori per titoli a garanzia <i>future</i> in divisa	14.683	15.835	-1.152
Operazioni connesse con la partecipazione al FMI	471.509	618.763	-147.254
Depositi di titoli e altri valori presso l'Istituto e presso terzi (2)	235.986.678	406.300.504	-170.313.826
Garanzie prestate a favore di terzi	371	371	-
Totale ...	254.009.182	418.246.090	-164.236.908
<small>(1) Compresi quelli del Fondo pensione complementare. - (2) Comprende il controvalore dell'oro trasferito alla BCE per la parte depositata presso la Cassa Generale.</small>			

Nell'attivo:

La voce *oro e crediti in oro* diminuisce di 694 milioni (da 26.042 a 25.348) per effetto della valutazione al prezzo di mercato comunicato dalla BCE (321,562 euro per oncia rispetto a 330,364 euro di fine 2003); la quantità è rimasta invariata a 79 milioni di once, pari a 2.452 tonnellate.

La differenza negativa di valutazione ha trovato copertura nelle pregresse plusvalenze imputate al conto di rivalutazione cambi.

Le attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro, valutate ai prezzi e ai cambi di mercato, si riducono di 3.615 milioni (da 24.065 a 20.450) per effetto sia della diminuzione delle consistenze in divisa sia delle svalutazioni operate alla fine dell'esercizio.

La valutazione ai cambi di fine esercizio ha comportato svalutazioni, imputate al conto economico, per 1.324 milioni di euro (riferite per 1.082 ai dollari USA, per 145 agli yen e per 97 ai diritti speciali di prelievo), e plusvalenze, imputate al corrispondente conto di rivalutazione, per 4 milioni (riferite alla posizione in franchi svizzeri).

All'interno della voce:

- i *crediti verso FMI* si riducono di 578 milioni (da 4.212 a 3.634). Essi comprendono (tav. I4):

Tav. I4

RAPPORTI CON IL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
ATTIVO			
Crediti verso il Fondo monetario internazionale	3.633.965	4.211.995	-578.030
Posizione netta dell'Italia nei confronti del Fondo	2.716.103	3.305.670	-589.567
partecipazione sottoscritta e versata	8.029.735	8.371.504	-341.769
- quota in oro	250.744	259.193	-8.449
- quota in lire	6.088.020	6.364.360	-276.340
- quota in DSP	1.690.971	1.747.951	-56.980
disponibilità del Fondo	-5.313.632	-5.065.834	-247.798
Partecipazione al prestito per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF)	811.720	782.810	28.910
Diritti speciali di prelievo	106.142	123.515	-17.373
PASSIVO			
Assegnazioni di DSP da parte del FMI	800.455	827.427	-26.972

- a) la posizione netta dell'Italia nei confronti del Fondo, diminuita di 590 milioni (da 3.306 a 2.716);

La posizione netta è rappresentata dal saldo tra l'ammontare della partecipazione sottoscritta in oro, DSP e lire – equivalente a 7.055 milioni di DSP, rimasto invariato, per un controvalore di 8.030 milioni di euro sulla base del cambio del DSP – e quello delle disponibilità del Fondo nel conto intestato allo stesso organismo per 5.314 milioni di euro, alimentate dalla quota di partecipazione inizialmente sottoscritta in lire e adeguate al cambio del DSP comunicato dal Fondo in seguito all'ultima operazione dallo stesso effettuata.

- b) la quota di partecipazione al prestito per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF), passata da 783 a 812 milioni;
- c) i diritti speciali di prelievo della Banca, diminuiti da 123 a 106 milioni.
- i titoli (*non azionari*) diminuiscono di 1.282 milioni (da 14.765 a 13.483) per effetto delle svalutazioni da cambio e da prezzo operate alla fine dell'esercizio e, in misura minore, di cessioni nette. La consistenza di fine anno è composta da titoli denominati in dollari (11.786 milioni di euro) e in yen (1.697 milioni di euro); in prevalenza, essi risultano emessi dal Tesoro statunitense e da quello giapponese, nonché da organismi internazionali (BRI e BEI);

La valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio ha comportato svalutazioni per 60 milioni, riferibili quasi esclusivamente ai titoli denominati in dollari, imputate, per 39 milioni, in riduzione del corrispondente conto di rivalutazione costituito con precedenti plusvalenze e, per 21 milioni, al conto economico.

- i conti correnti e depositi, denominati prevalentemente in dollari e in yen, detenuti presso la BRI e controparti residenti nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti, diminuiscono di 1.755 milioni (da 5.086 a 3.331) in relazione essenzialmente alle minori consistenze in divisa; in particolare, i depositi a scadenza si riducono di 1.378 milioni (da 2.692 a 1.314) e quelli a vista e overnight di 376 milioni (da 2.393 a 2.017);

Alla fine del 2003 nella voce erano ricompresi (per 0,6 milioni) i margini di variazione giornalieri connessi a contratti future su tassi di interesse sul mercato del dollaro. Il criterio di rilevazione adottato prevedeva l'imputazione al conto economico di tali componenti alla chiusura dell'operazione; alla fine dell'esercizio, per i contratti in essere, i margini negativi incidono sul conto economico, mentre quelli positivi venivano rilevati nel corrispondente conto di rivalutazione. Dal luglio del 2004 vengono applicate,

secondo un'impostazione elaborata nell'Eurosistema, nuove modalità di rilevazione delle operazioni future in esame, in coerenza con il criterio dell'economic approach che sarà adottato in via sistematica dalla Banca dal gennaio 2007; in relazione a ciò, i margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, sono via via imputati al conto economico. La modifica del criterio non ha determinato effetti significativi sul conto economico, per cui non si è reso necessario operare la riclassificazione dei dati dell'esercizio precedente.

Il valore nozionale dei contratti future in essere alla fine del 2004 ammonta a 2.233 milioni e viene riportato nei conti d'ordine.

- le *altre attività*, costituite pressoché esclusivamente da biglietti esteri, restano stabili (2 milioni).

Le *attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro*, valutate ai prezzi e ai cambi di mercato, diminuiscono di 854 milioni (da 6.449 a 5.595) per effetto sia delle svalutazioni operate alla fine dell'esercizio sia della diminuzione degli ammontari in valuta.

La valutazione ai cambi di fine esercizio ha comportato svalutazioni, imputate al conto economico, per 455 milioni, riferite pressoché esclusivamente alle attività in dollari.

All'interno della voce, costituita da posizioni nei confronti di controparti finanziarie:

- i *titoli (non azionari)* aumentano di 855 milioni (da 1.849 a 2.704), per effetto di acquisti netti, in parte compensati dalle svalutazioni da cambio operate alla fine dell'esercizio. La consistenza di fine anno è composta da titoli denominati in dollari, emessi da controparti finanziarie residenti principalmente in Francia, in Germania e nei Paesi Bassi;

La valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio ha determinato svalutazioni per 2 milioni, imputate per un milione al corrispondente conto di rivalutazione e per un milione al conto economico.

I movimenti dei titoli in valuta estera nel comparto non immobilizzato, compresi nelle voci *attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro* e *attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro*, sono riportati nella tavola I5.

- le *altre attività* diminuiscono di 1.709 milioni (da 4.600 a 2.891) e sono costituite da depositi presso corrispondenti, per la massima parte in dollari e vincolati a scadenza.

Il *rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'Area Euro relativo a operazioni di politica monetaria* cresce di 6.435 milioni (da 8.197 a 14.632);

TITOLI IMMOBILIZZATI
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2003	Consistenze a fine 2004
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	22.767.423	22.538.663
Titoli obbligazionari		
<i>in euro</i>		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	22.381.277	22.153.805
altri	262.057	260.943
Azioni e partecipazioni		
<i>in euro</i>		
di società ed enti controllati	107.949	107.949
di società ed enti collegati	—	—
di altre società ed enti	15.129	14.955
<i>in valuta</i>	1.011	1.011
TITOLI DI STATO EX LEGE 289/2002	17.620.737	17.515.125
TITOLI CARTA AMMASSI	1.061.836	1.011.958
ALTRI TITOLI	10.102.123	14.937.352
Titoli obbligazionari		
<i>in euro</i>		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	10.102.123	14.937.352
Totale ...	51.552.119	56.003.098

Voci	Variazioni					
	Acquisti	Vendite e rimborsi	Rilevazione premium- discount (+/-)	Svalutazioni imputate a conto economico	Utili/perdite da negoziazione (+/-)	Trasferimenti (+/-)
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	5.492.510	-4.787.167	-40.840	-174	—	-893.089
Titoli obbligazionari						
<i>in euro</i>						
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	5.482.850	-4.776.347	-40.886	—	—	-893.089
altri	9.660	-10.820	46	—	—	—
Azioni e partecipazioni						
<i>in euro</i>						
di società ed enti controllati	—	—	—	—	—	—
di società ed enti collegati	—	—	—	—	—	—
di altre società ed enti	—	—	—	-174	—	—
<i>in valuta</i>	—	—	—	—	—	—
TITOLI DI STATO EX LEGE 289/2002	—	—	-105.612	—	—	—
TITOLI CARTA AMMASSI ...	—	-49.878	—	—	—	—
ALTRI TITOLI	6.449.680	-2.299.998	-207.542	—	—	893.089
Titoli obbligazionari						
<i>in euro</i>						
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	6.449.680	-2.299.998	-207.542	—	—	893.089
Totale ...	11.942.190	-7.137.043	-353.994	-174	—	—

TITOLI NON IMMOBILIZZATI
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2003	Consistenze a fine 2004					
TITOLI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO	1.672.191	1.978.378					
Titoli obbligazionari							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	1.672.191	1.978.378					
altri	—	—					
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	5.458.573	6.573.988					
Titoli obbligazionari							
<i>in euro</i>							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	120.369	108.122					
altri	63.986	59.273					
Azioni e partecipazioni							
<i>in euro</i>							
di società ed enti controllati	8.845	13.454					
di società ed enti collegati	—	—					
di altre società ed enti	5.265.373	6.393.139					
TITOLI IN DIVISA ESTERA	16.613.729	16.186.877					
Titoli obbligazionari	16.613.729	16.186.877					
Totale ...	23.744.493	24.739.243					
	Variazioni						
Voci	Acquisti	Vendite e rimborsi	Rilevazione premium- discount (+/-)	Rivalutazioni nette dell'anno (+/-)	Svalutazioni imputate a conto economico	Utili/perdite da negoziazione (+/-)	Altri assestamenti (1)
TITOLI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO	795.310	-473.005	-8.747	-7.274	-97	—	—
Titoli obbligazionari							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	795.310	-473.005	-8.747	-7.274	-97	—	—
altri	—	—	—	—	—	—	—
TITOLI A FRONTE DI RISER- VE, ACCANTONAMENTI E FONDI	180.278	-300.684	-792	1.040.625	-9.465	205.453	—
Titoli obbligazionari							
<i>in euro</i>							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	—	-12.000	-141	-106	—	—	—
altri	—	-12.360	-651	8.298	—	—	—
Azioni e partecipazioni							
<i>in euro</i>							
di società ed enti controllati	—	—	—	4.609	—	—	—
di società ed enti collegati	—	—	—	—	—	—	—
di altre società ed enti	180.278	-276.324	—	1.027.824	-9.465	205.453	—
TITOLI IN DIVISA ESTERA .	75.698.079	-74.873.114	-3.443	-39.279	-1.277.184	25.079	43.010
Titoli obbligazionari	75.698.079	-74.873.114	-3.443	-39.279	-1.277.184	25.079	43.010
Totale ...	76.673.667	-75.646.803	-12.982	994.072	-1.286.746	230.532	43.010

(1) Comprendono l'adeguamento del controvalore dei titoli al costo medio di carico della divisa estera e differenze di cambio sui premium-discount capitalizzati.

aumentano in particolare le *operazioni di rifinanziamento principali* (da 8.191 a 14.218 milioni), che risultano in crescita anche nella consistenza media annua (da 7.957 a 14.175 milioni).

Dal mese di marzo 2004 sono entrate in vigore alcune modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria, conformemente a quanto deciso il 23 gennaio 2003 dal Consiglio direttivo della BCE. Tali modifiche riguardano, tra l'altro, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali, ridotta da due a una settimana.

Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, che presentavano saldo zero alla fine del 2003, ammontano a 412 milioni; esse risultano in crescita anche nella consistenza media annua (da 52 a 470 milioni).

Le *operazioni temporanee di fine-tuning*, effettuate una volta nel corso dell'anno, risultano azzerate alla fine del 2004.

Nel mese di novembre 2004 l'Eurosistema ha condotto un'operazione temporanea di fine-tuning di finanziamento mediante asta veloce. L'importo complessivo regolato dalla Banca d'Italia è stato pari a 1.283 milioni.

Le *operazioni di rifinanziamento marginale* presentano saldo zero (6 milioni alla fine del 2003); la consistenza media annua è invece pari a 7 milioni (4 nel 2003).

I *crediti connessi a richieste di margini* ammontano a 2 milioni (azzerati alla fine del 2003); la consistenza media annua è risultata pari a un milione (0,1 nel 2003).

Nel 2004, come nell'esercizio precedente, non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

La voce *altri crediti verso istituzioni creditizie dell'Area Euro*, che comprende i conti correnti di corrispondenza con istituzioni creditizie in relazione alle attività svolte dalle Delegazioni della Banca all'estero, si mantiene su valori contenuti, passando da 0,2 a 0,3 milioni.

Il portafoglio dei *titoli emessi da residenti nell'Area Euro (non azionari)*, si incrementa di 306 milioni (da 1.672 a 1.978) per effetto di acquisti netti di titoli. La consistenza media annua della voce è di 1.735 milioni (1.326 nel 2003).

Il portafoglio, costituito da titoli in euro non immobilizzati, di cui BTP per 1.085 milioni e CCT per 893 milioni, non comprende quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi.

La valutazione ai prezzi di mercato ha determinato svalutazioni imputate, per 7 milioni, a riduzione del corrispondente conto di rivalutazione e, per un importo irrilevante, al conto economico.

I crediti verso la Pubblica Amministrazione si riducono di 155 milioni (da 18.716 a 18.561). In particolare:

- i titoli di Stato ricevuti al prezzo di mercato a seguito dell'operazione di concambio, in base all'art. 65 della legge 289/2002, si riducono della quota annua dei relativi sconti e passano da 17.621 a 17.515 milioni;

L'operazione ha dato luogo a fine 2002 al concambio dei titoli di Stato all'1 per cento ex lege 26 novembre 1993, n. 483 con altri titoli di Stato a condizioni di mercato immessi nel portafoglio immobilizzato.

- la posizione complessiva relativa alle cessate gestioni degli ammassi obbligatori si riduce di 50 milioni, attestandosi a 1.046 milioni.

La variazione deriva dalla diminuzione (da 1.062 a 1.012 milioni) dei crediti rappresentati da titoli infruttiferi assegnati alla Banca, ai sensi del disposto dell'art. 8, comma 4, della legge 28 ottobre 1999, n. 410, che ha riconferito efficacia al DM 12 gennaio 1994 e successive modifiche, per effetto del rimborso di titoli in scadenza. Restano invece stabili i crediti, vantati dall'Istituto e da convertire in titoli sulla base della norma sopra richiamata, relativi alla gestione di ammasso dei prodotti agricoli e alle campagne di commercializzazione del grano. Il rilascio dei titoli per l'importo di 34 milioni è subordinato, sulla base della vigente normativa, all'approvazione da parte della Corte dei conti delle rendicontazioni delle gestioni dalle quali traggono origine tali crediti.

I movimenti dei titoli presenti nelle voci *titoli emessi da residenti nell'Area Euro (non azionari)* e *crediti verso la Pubblica Amministrazione*, nei comparti immobilizzato e non immobilizzato, sono riportati nella tavola I5.

La voce *rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro* aumenta di 7.055 milioni (da 8.192 a 15.247) per l'effetto congiunto:

- della diminuzione della *partecipazione al capitale della BCE* per 19 milioni (da 745 a 726);

L'articolo 29 dello Statuto del SEBC prevede un adeguamento quinquennale delle quote di partecipazione delle BCN nell'ambito dello schema per la sottoscrizione del capitale della BCE. La prima revisione successiva all'istituzione della BCE ha avuto effetto dal 1° gennaio 2004.

Il 1° maggio 2004 è stato operato un secondo adeguamento, ai sensi dell'art. 49.3 dello Statuto del SEBC, reso necessario dall'adesione di dieci nuovi Stati membri all'Unione europea. Conformemente alla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 15 luglio 2003 (relativa ai dati statistici da utilizzare per la determinazione dello schema di sottoscrizione al capitale della BCE), la quota di partecipazione della Banca d'Italia si è ridotta, dal 1° gennaio 2004, dal 14,8950 al 14,5726 per cento e, dal 1° maggio 2004, al 13,0516 per cento, dando luogo a trasferimenti regolati all'interno del SEBC. Conseguentemente, dalle stesse date, la partecipazione al capitale della BCE è diminuita rispettivamente a 729 e a 726 milioni.

Se si considerano solo i paesi aderenti all'Eurosistema, la quota si ragguaglia, dal 1° maggio 2004, al 18,2563 per cento.

- della diminuzione per 184 milioni (da 7.447 a 7.263) dei *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE* sotto forma di oro, titoli esteri e valute effettuato dalla Banca d'Italia all'avvio della terza fase della UEM;

La diminuzione della voce rispetto al 2003 rispecchia gli adeguamenti della quota di partecipazione al capitale della BCE; il 1° gennaio 2004 i crediti sono passati da 7.447 a 7.286 milioni; dal 1° maggio 2004 si sono ulteriormente ridotti a 7.263 milioni.

- del saldo positivo, per 7.258 milioni, della sottovoce *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)*; lo scorso anno la posizione era risultata debitoria e figurava nell'apposita sottovoce del passivo (2.026 milioni).

La sottovoce comprende tra l'altro: a) il credito verso la BCE per l'operatività di TARGET (7.347 milioni); b) il debito (98 milioni) verso la BCE per la restituzione del signoraggio; c) il credito (9 milioni) relativo al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2004. Inoltre, poiché la perdita della BCE del 2004 è stata coperta in base alle quote di partecipazione in vigore dal 1° maggio 2004, si è reso necessario ricalcolare il primo acconto sul signoraggio della BCE, inizialmente conteggiato sulla base delle quote vigenti dal 1° gennaio. Ciò ha comportato la restituzione alla Banca di 72.312 euro.

Le partite da regolare diminuiscono di 9 milioni (da 11 a 2).

Le altre attività si incrementano da 52.181 a 57.772 milioni. In particolare:

- la *cassa*, che include le monete in lire e in euro, aumenta da 18 a 26 milioni;
- il *fondo di dotazione dell’UIC* rimane invariato a 258 milioni;

A norma del D.lgs. 319/1998 l’UIC è ente strumentale della Banca d’Italia e svolge, in regime di convenzione con la stessa, compiti attuativi della gestione delle riserve ufficiali in valuta estera. La norma stabilisce inoltre che il bilancio dell’UIC venga allegato a quello dell’Istituto.

Sulla base del bilancio dell’esercizio 2004, il patrimonio netto dell’Ufficio, escludendo l’utile di esercizio, è pari a 2.454 milioni.

Nel mese di aprile 2005 l’UIC ha versato alla Banca – conformemente all’art. 4, comma 3, del D.lgs. 319/1998 – l’utile netto di 0,8 milioni.

- gli *investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)*, aumentati di 679 milioni, ammontano a 29.113 milioni (28.434 nel 2003); la consistenza media annua è pari a 28.372 milioni (27.926 nel 2003);

Nella sottovoce in esame sono ricomprese, tra i titoli immobilizzati, le azioni (n. 49.114) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), espresse in DSP in seguito alla conversione del suo capitale avvenuta il 1° aprile 2003. Le azioni nel portafoglio dell’Istituto, espresse sulla base del cambio del DSP di quello stesso giorno, ammontano a un milione di euro.

La valutazione ai prezzi di mercato dei titoli non immobilizzati ha comportato plusvalenze imputate ai conti di rivalutazione per 1.041 milioni e svalutazioni affluite al conto economico per 10 milioni. Ai titoli immobilizzati sono state apportate svalutazioni per 0,2 milioni a carico del conto economico.

Le quote di partecipazione nelle società controllate e collegate sono riepilogate nella tavola I6.

- le *immobilizzazioni immateriali* (al netto degli ammortamenti) risultano in lieve incremento (da 24 a 25 milioni); il dettaglio delle diverse componenti della sottovoce in esame è contenuto nella tavola I7;
- gli *oneri pluriennali* restano stabili a 6 milioni (tav. I7);
- le *immobilizzazioni materiali* (al netto dei fondi di ammortamento) ammontano a 2.452 milioni, con una diminuzione di 130 milioni rispetto all’esercizio precedente, quale risultante netta di acquisti e spese incrementative per 38 milioni, di cessioni per 3 milioni e ammortamenti dell’esercizio per 165 milioni. Il dettaglio delle movimentazioni delle diverse componenti della sottovoce in esame è riportato nella tavola I8;

PARTECIPAZIONI IN SOCIETÀ CONTROLLATE E COLLEGATE (1)

Società	Azioni possedute a fine 2004	Quota di partecipazione al capitale %	Valore a fine 2004		Dividendi distribuiti dalla partecipata per il 2003	Patrimonio netto della partecipata a fine 2003	Utile/(perdita) della partecipata a fine 2003
			Nominale	Bilancio			
			(migliaia di euro)				
Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie S.p.A. - Milano Capitale € 107.000.000 in 107.000 azioni da € 1.000	107.000	100,0	107.000	105.600	1.321	132.452	1.468
Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per Imprese Agricole S.p.A. - Roma Capitale € 5.793.750 in 5.625.000 azioni da € 1,03	3.508.533	62,4	3.614	15.803	450 (2)	29.347	133

(1) La colonna "Azioni possedute" comprende tutte le categorie di azioni. La colonna "Quota di partecipazione al capitale" è data dal totale delle azioni possedute diviso per il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2004. Il patrimonio netto non comprende l'utile dell'esercizio distribuito agli azionisti. - (2) Di cui 323.192 euro a valere sulla riserva straordinaria.

Il valore degli immobili della Banca, determinato sulla base dell'aggiornamento dei valori individuati in occasione della rivalutazione effettuata nel 2000 ai sensi della legge 21 novembre 2000, n. 342, è di 3.769 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.069 milioni per gli immobili a investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP.

Con riferimento alla rivalutazione monetaria compiuta il 31 dicembre 1983 – ai sensi della legge 19 marzo 1983, n. 72 – gli immobili oggetto di quella operazione tuttora compresi nel patrimonio della Banca sono pari, nel comparto per fini istituzionali, a 110 unità e, in quello per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP, a 20 unità; l'importo della rivalutazione monetaria a suo tempo attribuita a questi immobili ammonta per i due comparti, rispettivamente, a 603 e 55 milioni.

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI E ONERI PLURIENNALI
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2003	Variazioni					Consistenze a fine 2004
		Incrementi		Trasferimenti (+/-)	Decrementi	Ammortamenti	
		Acquisti	Capitalizzazioni				
Immobilizzazioni immateriali	24.294	5.399	10.170	-	..	14.692	25.171
Procedure, studi e progettazioni in uso	16.456	-	-	11.103	-	14.692	12.867
Immobilizzazioni immateriali in corso e acconti	7.838	5.399	10.170	-11.103	..	-	12.304
Oneri pluriennali	6.379	5.085	904	-	-	6.639	5.729
Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	5.912	5.085	-	-	-	5.980	5.017
Altri	467	-	904	-	-	659	712

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI
(migliaia di euro)

Voci	2003			2004		
	Costo	Fondo ammortamento	Consistenze	Costo	Fondo ammortamento	Consistenze
Immobili a fini istituzionali	3.093.607	1.172.625	1.920.982	3.109.858	1.287.974	1.821.884
di cui: rivalutazioni	2.119.914			2.119.914		
Immobili per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP	445.426	47.991	397.435	445.426	54.733	390.693
di cui: rivalutazioni	310.842			310.842		
Mobili	143.045	102.355	40.690	143.998	107.178	36.820
Impianti	457.045	266.322	190.723	454.581	287.504	167.077
Monete e collezioni	1.775	–	1.775	1.775	–	1.775
Immobilizzazioni in corso e acconti	30.683	–	30.683	33.972	–	33.972
Totale ...	4.171.581	1.589.293	2.582.288	4.189.610	1.737.389	2.452.221
	Variazioni					
Voci	Acquisti e spese incrementative	Trasferimenti (+/-)		Decrementi (1)		Ammortamenti
		Costo	Fondo ammortamento	Costo	Fondo ammortamento	
Immobili a fini istituzionali	4.653	14.083	–	2.485	4	115.353
di cui: rivalutazioni		–		–		
Immobili per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP	–	–	–	–	–	6.742
di cui: rivalutazioni		–		–		
Mobili	3.872	9	–	2.928	2.887	7.710
Impianti	8.813	2.897	–	14.174	14.073	35.255
Monete e collezioni	–	–	–	–	–	–
Immobilizzazioni in corso e acconti	20.311	–16.989	–	33	–	–
Totale ...	37.649	–	–	19.620	16.964	165.060
	(1) Comprensivi di rettifiche e note di credito.					

Gli immobili oggetto della rivalutazione facoltativa eseguita il 31 dicembre 1990 ai sensi della legge 29 dicembre 1990, n. 408 e tuttora compresi nel patrimonio della Banca, sono pari, nel comparto per fini istituzionali, a 143 unità e, in quello per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP, a 66 unità; l'importo della rivalutazione attribuita a suo tempo ai suddetti immobili ammonta per i due comparti, rispettivamente, a 628 e 150 milioni.

Relativamente alla rivalutazione obbligatoria operata il 31 dicembre 1991 ai sensi della legge 30 dicembre 1991, n. 413, gli immobili oggetto di quella operazione e tuttora compresi nel patrimonio della Banca sono pari, nel comparto per fini istituzionali, a 36 unità e, in quello per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP, a 26 unità; l'importo della rivalutazione a suo tempo attribuita a questi immobili ammonta per i due comparti, rispettivamente, a 11 e 8 milioni.

Riguardo alla rivalutazione effettuata il 31 dicembre 2000 ai sensi della legge 342/2000, gli immobili strumentali oggetto di quella operazione e tuttora compresi nel patrimonio della Banca sono pari, nel comparto per fini istituzionali, a 154 unità e, in quello per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP, a 69 unità; l'importo della rivalutazione a suo tempo attribuita ammonta per i due comparti, rispettivamente, a 878 e 98 milioni.

– i ratei e risconti aumentano di 17 milioni (da 698 a 715, tav. I9);

Tav. I9

RATEI E RISCONTI
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2004	2003	
ATTIVO			
Ratei	709.349	693.601	15.748
<i>su interessi da titoli obbligazionari in euro ...</i>	<i>621.824</i>	<i>584.951</i>	<i>36.873</i>
<i>su interessi da operazioni di rifinanziamento</i>	<i>1.577</i>	<i>3.513</i>	<i>-1.936</i>
<i>su interessi da titoli in divisa</i>	<i>64.570</i>	<i>86.488</i>	<i>-21.918</i>
<i>su interessi da attività diverse in divisa</i>	<i>21.234</i>	<i>18.605</i>	<i>2.629</i>
<i>altri</i>	<i>144</i>	<i>44</i>	<i>100</i>
Risconti	5.191	4.170	1.021
<i>su spese di amministrazione</i>	<i>5.191</i>	<i>4.170</i>	<i>1.021</i>
Totale ...	714.540	697.771	16.769
PASSIVO			
Ratei	27.022	8.834	18.188
<i>su interessi relativi a depositi di riserva in</i>			
<i>conto corrente</i>	<i>21.051</i>	<i>4.379</i>	<i>16.672</i>
<i>su interessi su passività diverse in divisa ...</i>	<i>4.033</i>	<i>2.713</i>	<i>1.320</i>
<i>altri</i>	<i>1.938</i>	<i>1.742</i>	<i>196</i>
Risconti	140	100	40
<i>su fitti attivi</i>	<i>117</i>	<i>90</i>	<i>27</i>
<i>altri</i>	<i>23</i>	<i>10</i>	<i>13</i>
Totale ...	27.162	8.934	18.228

- le attività *diverse* crescono di 5.017 milioni (da 20.160 a 25.177) ed includono tra l'altro:
 - a) i titoli in euro immobilizzati per 14.937 milioni (10.102 alla fine del 2003), che si incrementano di 4.835 milioni per effetto di acquisti netti e di trasferimenti dagli *investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)*. La consistenza media dell'anno è risultata di 12.830 milioni;

L'aggregato, che comprende i titoli riaffluiti nel portafoglio della Banca all'atto della definitiva estinzione, alla fine del 2003, delle operazioni ex DM 27.9.1974, si compone di BTP e CCT rispettivamente per 11.621 e 3.316 milioni.

La composizione e i movimenti dei titoli compresi nelle sottovoci *investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)* e *diverse*, nei comparti immobilizzato e non immobilizzato, sono riportati nella tavola I5.

- b) per 8.333 milioni (8.075 nel 2003) imposte differite attive, di cui un milione riferibile all'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) e 8.332 all'Ires. Quest'ultima deriva dalla somma algebrica delle seguenti componenti:
 - imposte differite attive per 7.119 milioni, connesse con il riporto in avanti della perdita fiscale dell'esercizio 2002 scaturita dalla già menzionata operazione di concambio e recuperabile entro il 2022 ex lege 289/2002;
 - imposte differite attive per 973 milioni, rivenienti dalla perdita fiscale registrata nell'esercizio 2003, scomputabile entro l'esercizio 2008 in base all'articolo 84 del TUIR, come modificato dal D.lgs. 12 dicembre 2003, n. 344;
 - imposte differite attive per 250 milioni, rivenienti dalla perdita fiscale registrata nell'esercizio 2004, scomputabile ex articolo 84 del TUIR entro l'esercizio 2009;
 - imposte differite attive per 33 milioni, derivanti da altre componenti economiche, quali, in particolare, le assegnazioni al fondo oneri per il personale (24 milioni) e gli ammortamenti di esercizi passati, effettuati in eccesso rispetto agli importi fiscalmente ammessi (9 milioni);

L'iscrizione delle imposte differite attive nello stato patrimoniale si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto – di scomputare, entro i termini previsti dalle leggi, l'intero importo delle perdite fiscali originate sia dal concambio, sia dalle minusvalenze sulle posizioni in valuta estera, eccezionalmente ripetutesi in misura rilevante negli ultimi esercizi. Al riguardo risulta confermato il previsto duraturo rafforzamento della redditività della Banca nelle sue fonti ordinarie, che ha

già trovata manifestazione negli ultimi due esercizi, anche se non ha avuto riscontro nelle risultanze complessive di bilancio a motivo delle minusvalenze su cambi.

- imposte differite passive per 43 milioni riconducibili pressoché esclusivamente ad ammortamenti anticipati.

Le imposte differite attive e passive sono state calcolate sulla base dell'aliquota Ires, pari al 33 per cento, nonché delle aliquote IRAP attualmente previste per gli anni successivi al 2004.

Le informazioni di dettaglio sulla rilevazione delle imposte differite attive e passive per Ires e di quelle attive per IRAP, comprese nella voce in esame, sono riportate nella tavola I10; nella stessa tavola sono anche indicate le imposte differite passive per IRAP che figurano al fondo imposte (alla voce del passivo *accantonamenti*).

- c) per 55 milioni il totale di bilancio del fondo pensione complementare, che trova contropartita nella sottovoce *diverse delle altre passività* (in crescita di 11 milioni rispetto allo scorso esercizio).

Il fondo pensione complementare a contribuzione definita per il personale assunto dal 28 aprile 1993 ha la forma di patrimonio di destinazione ai sensi dell'art. 2117 del codice civile ed è operativo dal 2 luglio 2001. In base al regolamento del fondo, il rendiconto annuale è approvato unitamente al bilancio della Banca ed è accompagnato da una relazione redatta dal Comitato di sorveglianza. Il rendiconto è messo a disposizione di coloro che ne hanno titolo.

Nel passivo:

Le *banconote in circolazione* aumentano di 10.384 milioni (da 73.807 a 84.191). L'aggregato in esame rappresenta la quota di circolazione dell'Eurosistema di pertinenza della Banca d'Italia (cfr. la voce *Banconote in circolazione* nel paragrafo *Principi, criteri e struttura del bilancio*).

La circolazione effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, aumenta di 10.773 milioni (da 79.495 a 90.268), in linea con l'andamento registrato nell'area dell'euro. La consistenza media, passata da 67.935 a 80.460 milioni, è cresciuta del 18 per cento.

Le *passività verso istituzioni creditizie dell'Area Euro relative a operazioni di politica monetaria* ammontano a 12.972 milioni (10.304 alla fine del 2003) e comprendono:

- i *conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)*, quasi esclusivamente costituiti da depositi delle banche per riserva obbligatoria, che aumentano da 10.303 a 12.970 milioni (la consistenza media è cresciuta da 14.195 a 15.095 milioni);

IMPOSTE DIFFERITE ATTIVE
(migliaia di euro)

	Consistenze a fine 2003		incrementi differenze temporanee	decrementi differenze temporanee	incrementi imposte	decrementi imposte	Consistenze a fine 2004	
	differenze temporanee	imposte					differenze temporanee	imposte
IRES (1)								
Perdita fiscale esercizio 2002	21.573.182	7.119.150	–	–	–	–	21.573.182	7.119.150
Perdita fiscale esercizio 2003	2.949.148	973.219	4	–	1	–	2.949.152	973.220
Perdita fiscale esercizio 2004	–	–	757.522	–	249.982	–	757.522	249.982
Oneri maturati per il personale e non erogati	70.366	23.221	71.854	69.009	23.712	22.773	73.211	24.160
Ammortamenti civilistici non dedotti fi- scalmente	25.989	8.576	–	873	–	288	25.116	8.288
Altre	1.093	361	573	470	189	155	1.196	395
Totale ...	24.619.778	8.124.527	829.953	70.352	273.884	23.216	25.379.379	8.375.195
IRAP (2)								
Ammortamenti civilistici non dedotti fi- scalmente	25.989	1.289	–	873	–	43	25.116	1.246
Altre	1.041	52	498	431	25	22	1.108	55
Totale ...	27.030	1.341	498	1.304	25	65	26.224	1.301
Totale generale ...	24.646.808	8.125.868	830.451	71.656	273.909	23.281	25.405.603	8.376.496

IMPOSTE DIFFERITE PASSIVE
(migliaia di euro)

	Consistenze a fine 2003		incrementi differenze temporanee	decrementi differenze temporanee	incrementi imposte	decrementi imposte	Consistenze a fine 2004	
	differenze temporanee	imposte					differenze temporanee	imposte
IRES (1)								
Utili da realizzo, su titoli, immobili e altri beni	15.754	5.199	–	15.725	–	5.189	29	10
Ammortamenti anticipati	137.008	45.212	–	5.553	–	1.832	131.455	43.380
Totale ...	152.762	50.411 (3)	–	21.278	–	7.021	131.484	43.390 (3)
IRAP (2)								
Utili da realizzo, su titoli, immobili e altri beni	6.149	305	–	6.120	–	304	29	1
Ammortamenti anticipati	137.008	6.796	–	5.553	–	275	131.455	6.521
Totale ...	143.157	7.101	–	11.673	–	579	131.484	6.522
Totale generale ...	295.919	57.512	–	32.951	–	7.600	262.968	49.912

(1) Calcolata con aliquota del 33 per cento. – (2) Calcolata con le aliquote attualmente previste per gli anni successivi al 2004. – (3) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella voce Altre attività. Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale voce è pari a 8.333 milioni (8.075 nel 2003).

Per effetto delle già menzionate modifiche all'assetto operativo della politica monetaria, dal mese di marzo 2004 l'inizio di ciascun periodo di mantenimento della riserva obbligatoria è ridefinito in modo da farlo coincidere con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui si decide l'orientamento della politica monetaria. La durata del periodo di mantenimento diviene quindi variabile, mentre quella delle operazioni di rifinanziamento principali si riduce da due a una settimana, in modo da evitare la sovrapposizione di due operazioni.

- *i depositi overnight* che ammontano a 2 milioni (1 nel 2003); la consistenza media è in lieve diminuzione (da 8 a 7 milioni);
- *i depositi a tempo determinato*, *le operazioni temporanee di fine-tuning* e *i depositi relativi a richieste di margini*, che non presentano saldo alla fine dell'anno, come nel 2003.

Nei mesi di maggio e di dicembre 2004 l'Eurosistema ha condotto due operazioni di drenaggio della liquidità, attraverso l'accensione di depositi a tempo determinato. Gli importi regolati dalla Banca d'Italia sono stati rispettivamente di 1.324 e 2.640 milioni.

*Le passività verso altri residenti nell'Area Euro aumentano di 2.597 milioni (da 13.371 a 15.968). All'interno della sottovoce relativa alla *Pubblica Amministrazione* (15.859 milioni):*

- *le disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria* aumentano da 13.208 a 15.771 milioni; la consistenza media risulta pressoché stabile (da 28.400 a 28.559 milioni);
- *il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato* diminuisce da 24 a 3 milioni; la consistenza media segna un aumento (da 665 a 2.654 milioni);

La consistenza media dell'anno riflette gli afflussi derivanti soprattutto dalla privatizzazione dell'Ente tabacchi italiano e dalla vendita di parte delle azioni della Cassa depositi e prestiti, poi utilizzati secondo le modalità previste dalla legge istitutiva del fondo stesso.

- *le altre passività*, costituite da altri depositi in conto corrente, passano da 63 a 85 milioni.

Nella sottovoce sono ricomprese, per 4 milioni, le disponibilità del Ministero dell'Economia e delle finanze sui conti, remunerati al tasso riconosciuto sul conto disponibilità, utilizzati per il pagamento, tramite la Banca d'Italia, di spese fisse e di ordini di prelievo dematerializzati.

La sottovoce relativa alle *altre controparti* aumenta da 76 a 109 milioni, pressoché esclusivamente per l'andamento del conto corrente dell'UIC (in aumento anche il saldo medio annuo del conto, passato da 32 a 104 milioni).

La convenzione stipulata con l'UIC in materia di remunerazione del conto corrente prevede che venga applicato il tasso equivalente a quello stabilito nell'ambito dell'Euro-sistema per i depositi overnight.

Tra i movimenti del conto corrente del 2004 si segnalano: a) recuperi di spese dall'UIC, disciplinati da apposite convenzioni, per complessivi 17 milioni; b) utili dell'UIC di pertinenza della Banca per 23 milioni; c) interessi a favore dell'UIC sul conto corrente per 0,3 milioni.

Le *passività verso non residenti nell'Area Euro* passano da 29 a 31 milioni e si riferiscono principalmente ai conti intestati a banche centrali e a organismi internazionali, ricompresi nella sottovoce *altre passività*.

Le *passività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro*, denominate esclusivamente in dollari e valutate ai cambi di mercato, passano da 374 a 648 milioni; in particolare, le *altre passività* costituite da operazioni pronti contro termine, aumentano da 363 a 638 milioni; i *depositi e conti correnti*, diminuiscono da 11 a 10 milioni. Alla fine del 2003 quest'ultima sottovoce comprendeva per 0,1 milioni i margini di variazione giornalieri sui contratti future.

La valutazione ai cambi di fine anno ha determinato una riduzione del controvalore per complessivi 53 milioni.

Le *assegnazioni di DSP da parte del FMI* presentano una diminuzione di 27 milioni (da 827 a 800), da ricondurre all'adeguamento al cambio del DSP.

La voce *rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro* si attesta a 6.077 milioni ed è interamente riferibile alla sottovoce *passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*, che a fine 2003 ammontava a 5.687 milioni (cfr. la voce *Banconote in circolazione* nel paragrafo *Principi, criteri e struttura del bilancio*).

Nel 2003 la voce comprendeva, nella sottovoce altre passività nell'ambito dell'Euro-sistema (nette), un saldo di 2.026 milioni, diventato positivo nel 2004 e ricompreso nella corrispondente sottovoce dell'attivo.

Le *partite da regolare* ammontano a 24 milioni (34 nell'esercizio precedente).

Le *altre passività* diminuiscono di 208 milioni (da 2.499 a 2.291). Nel dettaglio, aumentano di 18 milioni i *ratei e risconti* (tav. I9), mentre si riducono di 122 milioni i *vaglia cambiari*, di 2 milioni le passività per i *servizi di cassa* e di 102 milioni le passività *diverse* che ammontano a 1.739 milioni e comprendono, tra l'altro:

- l'importo delle banconote in lire non ancora presentate per la conversione pari a 1.201 milioni (1.337 a fine 2003), al netto della somma (593 milioni) riconosciuta dalla Banca d'Italia al Tesoro quale acconto sui biglietti che presumibilmente non verranno presentati per il cambio entro i termini di prescrizione;

L'articolo 87 della legge 289/2002 dispone che le banconote e le monete in lire possano essere convertite in euro presso le Filiali della Banca d'Italia non oltre il 28 febbraio 2012, fermi restando i termini di prescrizione fissati dalla legge 7 aprile 1997, n. 96. Sulla base del citato articolo 87 della legge 289/2002, il 28 febbraio 2003 è stata riconosciuta all'Erario la somma di 605 milioni di euro, corrispondente al 65 per cento dell'importo allora stimato delle banconote in lire che si presume non verranno presentate per la conversione in euro entro il 28 febbraio 2012. L'acconto in questione ammonta ora a 593 milioni tenendo conto delle banconote nel frattempo giunte a prescrizione e riconosciute al Tesoro in via definitiva. Entro il 31 gennaio 2008, considerato l'andamento dei rimborsi effettuati, verrà corrisposto all'Erario un ulteriore acconto che potrà ragguagliarsi al massimo al 25 per cento dell'ammontare stimato delle banconote che si presume non vengano presentate per il cambio prima della loro prescrizione. Ove l'andamento delle conversioni eccedesse quello stimato, la Banca procederà al regolamento del relativo importo con addebito nei confronti dell'Erario.

- per 55 milioni, il totale di bilancio del fondo pensione complementare a contribuzione definita per il personale assunto dal 28 aprile 1993, che trova contropartita nella sottovoce *diverse* delle *altre attività*.

Gli *accantonamenti* aumentano di 244 milioni (da 6.016 a 6.260). All'interno della voce:

- i *fondi rischi specifici* ammontano a 620 milioni, con un incremento di 220 milioni rispetto al 2003. La variazione è da ascrivere:
 - a) alla costituzione di un fondo di accantonamento (248,3 milioni) per la copertura della quota a carico della Banca della perdita prevista dalla BCE per il 2004;

Nella riunione del 13 gennaio 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di utilizzare, ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC, 1.360 milioni del reddito monetario delle BCN accentrato a gennaio 2005, per la copertura della perdita della BCE dell'esercizio 2004. Conseguentemente, la Banca d'Italia ha costituito un fondo di

accantonamento pari a 248,3 milioni, corrispondente alla quota di reddito monetario di propria pertinenza destinato alla copertura della menzionata perdita, equivalente alla quota di partecipazione della Banca al capitale della BCE considerando solo i paesi aderenti all'Eurosistema. L'11 marzo 2005 il Consiglio direttivo ha approvato il bilancio dell'esercizio 2004, da cui emerge una perdita di 1.636 milioni, che è stata posta a carico del reddito monetario delle Banche centrali nazionali per 1.340 milioni, importo, questo, inferiore di 20 milioni rispetto a quello inizialmente previsto dalla stessa BCE (1.360 milioni) e in relazione al quale la Banca aveva operato il citato accantonamento. La conseguente minore quota di contribuzione di reddito monetario dell'Istituto (244,6 milioni) ha comportato la restituzione da parte della BCE, il 15 marzo 2005, di 3,7 milioni, che vengono imputati al conto economico 2005 come componente straordinaria; si produrranno altresì lievi aggiustamenti alla fiscalità differita.

- b) alla riduzione del fondo imposte per 28 milioni (da 90 a 62), di cui 22 milioni confluiti nel conto economico in relazione alla diminuzione del rischio inerente a potenziali contenziosi tributari e, 6 milioni, per il pagamento di imposte relative ad anni precedenti nonché per la diminuzione delle imposte differite relative all'IRAP.

La consistenza dell'IRAP differita passiva (7 milioni) compresa nel fondo imposte è riferibile, pressoché interamente, agli ammortamenti anticipati (tav. 110).

- gli accantonamenti diversi per il personale crescono da 5.616 a 5.640 milioni. In particolare, gli accantonamenti a garanzia del TQP ammontano a 5.541 milioni (5.521 nel 2003) e si riferiscono per 1.045 milioni alle indennità di fine rapporto e per 4.496 milioni al trattamento pensionistico; il fondo oneri per il personale aumenta di 3 milioni (da 92 a 95), in relazione ai maggiori oneri maturati e non erogati alla fine dell'esercizio. Il fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati e gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto spettante al personale a contratto ammontano, complessivamente, a 4 milioni.

Il dettaglio degli accantonamenti e i relativi movimenti dell'anno sono riportati nella tavola I11.

I *conti di rivalutazione* si incrementano di 304 milioni (da 9.246 a 9.550). In particolare, crescono le rivalutazioni sui titoli (da 2.614 a 3.608 milioni), mentre si riducono quelle sull'oro (da 6.621 a 5.927 milioni); i conti costituiti il 1° gennaio 1999 (pre-system) diminuiscono di un milione (da 11 a 10) in relazione agli utilizzi a fronte di rimborsi di titoli e cessioni di valute.

Complessivamente, la valutazione ai cambi di fine esercizio delle posizioni nette in valuta estera (voci oro e crediti in oro, attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro, attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro, passività in valuta

ACCANTONAMENTI
(migliaia di euro)

Denominazione dei fondi	Consistenze a fine 2003	Variazioni			Consistenze a fine 2004
		Utilizzi	Assegnazioni	Altre	
Fondi rischi specifici	399.767	27.827	248.453	-579	619.814
fondo accantonamento perdita BCE	–	–	248.286	–	248.286
fondo assicurazione danni	309.874	–	–	–	309.874
fondo imposte	89.893	27.827	167	-579 (1)	61.654
Accantonamenti diversi per il personale	5.615.870	70.635	94.568	–	5.639.803
accantonamenti a garanzia del TQP	5.520.930	22 (2)	20.230	–	5.541.138
fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	1.647	43	80	–	1.684
accantonamenti per l'indennità di fine rapporto spettante al personale a contratto (ex lege 29.5.1982, n. 297)	1.591	151	308	–	1.748
fondo oneri per il personale ...	91.702	70.419	73.950	–	95.233
Totale ...	6.015.637	98.462	343.021	-579	6.259.617

(1) Trattasi della flessione delle imposte differite passive. – (2) Trasferimento al Fondo pensione complementare.

estera verso non residenti nell' Area Euro, assegnazioni di DSP da parte del FMI) ha comportato, oltre alle svalutazioni imputate al conto economico per complessivi 1.699 milioni (riferite per 1.484 milioni ai dollari, per 145 milioni agli yen, per 70 milioni ai diritti speciali di prelievo e per importo trascurabile ad altre valute):

- plusvalenze imputate ai conti di rivalutazione per 4 milioni, riferibili pressoché interamente ai franchi svizzeri;
- minusvalenze che hanno trovato copertura nelle pregresse plusvalenze imputate al corrispondente conto di rivalutazione, riferibili all'oro per 694 milioni e ad altre valute per importo trascurabile.

Il dettaglio dei conti di rivalutazione e i relativi movimenti sono riepilogati nella tavola I12.

Il fondo rischi generali si riduce da 7.587 a 6.832 milioni in seguito all'utilizzo, deliberato dal Consiglio Superiore, per 754,5 milioni in relazione alle minusvalenze verificatesi nell'esercizio.

CONTI DI RIVALUTAZIONE
(migliaia di euro)

Denominazione	Consistenze a fine 2003	Variazioni			Consistenze a fine 2004
		Utilizzi conti pre-system		Rivalutazioni nette dell'anno	
		Svalutazioni	Cessioni e rimborsi		
RIVALUTAZIONI INIZIALI DEL 1° GENNAIO 1999 (PRE-SYSTEM)	11.023	-	764	-	10.259
rivalutazione da variazione di cambio	33	-	3	-	30
rivalutazione da variazione di prezzo titoli nazionali	10.990	-	761	-	10.229
RIVALUTAZIONI DI CAMBIO DELLA FASE III	6.621.307			-689.843	5.931.464
di cui: oro	6.621.304			-693.851	5.927.453
RIVALUTAZIONI DI PREZZO DELLA FASE III	2.614.021			993.924	3.607.945
su titoli (diversi da quelli ad investimento delle riserve, dei fondi e degli accantonamenti) in euro e in valuta	86.203			-46.553	39.650
su posizioni <i>future</i>	147			-147	-
su titoli in euro a investimento delle riserve, dei fondi e degli accantonamenti:					
a investimento riserva ordinaria	351.652			280.073	631.725
a investimento riserva straordinaria	635.837			342.201	978.038
a investimento accantonamenti TQP ..	1.540.182			418.350	1.958.532
Totale ...	9.246.351	-	764	304.081	9.549.668

La voce *capitale e riserve* ammonta a 13.917 milioni (13.666 nel 2003), e comprende:

- la *riserva ordinaria* e quella *straordinaria* (pari rispettivamente a 4.989 e 4.905 milioni), che si incrementano complessivamente di 398 milioni;
- le *altre riserve*, che diminuiscono di 147,4 milioni (da 4.170 a 4.023) per effetto dell'eliminazione di pregresse interferenze fiscali (D.lgs. 6/2003), con conseguente azzeramento delle riserve costituite in anni precedenti per ammortamenti anticipati (147,1 milioni) e per l'accantonamento del 3 per cento del trattamento di fine rapporto attribuito a fondi pensione complementare ex D.lgs. 124/1993 (0,3 milioni).

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è indicata nella tavola I13.

QUOTE DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE

Detentori	A fine 2004				A fine 2003			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	66	299.493	99,8	670	70	299.934	100,0	684
<i>Società per azioni esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.1990, n. 356</i>	59	252.993	84,3	549	63	253.434	84,5	563
<i>Istituti di previdenza</i>	1	15.000	5,0	34	1	15.000	5,0	34
<i>Istituti di assicurazione</i>	6	31.500	10,5	87	6	31.500	10,5	87
Senza diritto di voto	6	507	0,2	–	6	66	..	–
<i>Società per azioni esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.1990, n. 356</i>	6	66	..	–	6	66	..	–
<i>Quote interessate da operazioni societarie</i>		441	0,2	–	–	–	–	–
Totale ...	72	300.000	100,0	670	76	300.000	100,0	684

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

La composizione e i movimenti relativi alla voce *capitale e riserve* sono riportati nella tavola I14.

2.2. *Conto economico.* – L'utile netto è risultato pari a 25 milioni (tav. I15), in diminuzione di 27 milioni rispetto ai 52 del 2003.

Tra le *rendite nette relative ad operazioni istituzionali*, gli *interessi attivi netti* aumentano di 633 milioni (da 612 a 1.245), sia per l'incremento degli *interessi attivi* sia per la riduzione di quelli *passivi*.

Gli *interessi attivi* crescono complessivamente di 404 milioni (da 2.089 a 2.493).

In particolare, aumentano:

- per 629 milioni (da 66 a 695) gli interessi sui titoli in euro (diversi da quelli ricevuti in concambio ex lege 289/2002 e da quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi), in relazione alla maggiore consistenza media del portafoglio di riferimento (da 1.435 a 14.565 milioni), riconducibile principalmente alla disponibilità dei titoli riacquistati e già utilizzati a garanzia delle anticipazioni ex DM 27.9.1974, definitivamente estinte alla fine del 2003, esercizio nel quale le predette anticipazioni avevano prodotto interessi per 120 milioni;

VARIAZIONI DEL CAPITALE SOCIALE E DELLE RISERVE
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2003	Incrementi			Decrementi		Consistenze a fine 2004
		destinazione utile dell'esercizio 2003	attribuzione del fruttato del 2004 alle riserve ex art. 55 dello Statuto	altre variazioni	attribuzione del fruttato del 2003 ai partecipanti ex art. 56 dello Statuto	altre variazioni	
Capitale sociale	156	-	-	-	-	-	156
Riserva ordinaria (ex articolo 54 dello Statuto)	4.799.776	10.479	201.633	-	22.878	-	4.989.010
Riserva straordinaria (ex articolo 54 dello Statuto)	4.696.040	10.479	220.692	-	22.341	-	4.904.870
Riserva per rivalutazione monetaria ex lege 19.3.1983, n. 72	673.460	-	-	-	-	-	673.460
Riserva per rivalutazione ex lege 29.12.1990, n. 408	660.533	-	-	-	-	-	660.533
Riserva per rivalutazione ex lege 30.12.1991, n. 413	16.922	-	-	-	-	-	16.922
Riserva per rivalutazione ex lege 21.11.2000, n. 342	866.534	-	-	-	-	-	866.534
Riserva per ammortamento anticipato ex art. 67, 3°c. TUIR	147.057	-	-	-	-	147.057	-
Riserva ex D.lgs. 21.4.1993, n. 124	324	-	-	-	-	324	-
Fondo speciale per rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	-	-	-	-	-	1.805.044
Totale ...	13.665.846	20.958	422.325	-	45.219	147.381	13.916.529

Nel 2004 il livello medio dei tassi di interesse applicati alle operazioni in euro è stato lievemente inferiore a quello del 2003. Nel corso dell'anno, il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi di interesse sulle operazioni dell'Eurosistema, lasciando il tasso minimo di aggiudicazione per le operazioni di rifinanziamento principali al 2 per cento e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale al 3 per cento.

- per 115 milioni (da 325 a 440) quelli sui saldi intra SEBC quale risultante:
 - a) dei maggiori interessi per 136 milioni (da 177 a 313) sui saldi TARGET a credito della Banca;

PROSPETTO ANALITICO DELLE VOCI DI CONTO ECONOMICO
(importi in unità di euro)

Voci	2004		2003		Variazioni	
A) RENDITE NETTE RELATIVE AD OPERAZIONI ISTITUZIONALI:		242.970.746		-574.885.536		817.856.282
Interessi attivi		2.492.644.809		2.088.545.167		404.099.642
<i>su titoli e altre attività in valuta</i>	384.894.021		630.291.710		-245.397.689	
<i>su posizione FMI</i>	68.263.554		70.900.963		-2.637.409	
<i>su operazioni di rifinanziamento</i>	300.213.259		188.488.717		111.724.542	
<i>su titoli da concambio ex lege 289/2002</i>	929.584.567		928.114.565		1.470.002	
<i>su altri titoli in euro</i>	695.134.729		65.762.854		629.371.875	
<i>su saldi intra SEBC</i>	439.897.381		325.215.993		114.681.388	
<i>su operazioni di anticipazione ex DM 1974</i>	—		119.983.117		-119.983.117	
<i>su conto corrente UIC</i>	2.314		59.516		-57.202	
<i>premi e sconti su titoli obbligazionari</i>	-325.345.514		-240.272.804		-85.072.710	
<i>altri</i>	498		536		-38	
Interessi passivi		-1.248.021.911		-1.476.836.951		228.815.040
<i>su disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria</i>	-803.573.713		-1.021.368.793		217.795.080	
<i>su fondo per l'ammortamento titoli di Stato</i>	-53.941.480		-17.783.405		-36.158.075	
<i>su depositi di riserva in conto corrente</i>	-308.235.514		-331.742.500		23.506.986	
<i>su depositi overnight, a tempo determinato e per richiesta margini</i>	-298.827		-95.017		-203.810	
<i>su conto corrente UIC</i>	-1.079.110		-390.719		-688.391	
<i>su saldi intra SEBC</i>	-57.652.309		-73.495.211		15.842.902	
<i>interessi diversi in valuta</i>	-22.979.658		-31.254.692		8.275.034	
<i>altri</i>	-261.300		-706.614		445.314	
Interessi attivi netti		1.244.622.898		611.708.216		632.914.682
Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		177.471.731		477.167.233		-299.695.502
<i>utili/perdite da negoziazione in titoli</i>	25.078.698		435.417.524		-410.338.826	
<i>utili/perdite da negoziazione in cambi</i>	159.445.705		-71.773.381		231.219.086	
<i>utili/perdite su contratti derivati in divisa estera</i>	-7.052.672		449.884		-7.502.556	
<i>utili/perdite su operazioni forward in titoli ex DM 1974</i>	—		113.073.206		-113.073.206	
Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		-1.720.953.526		-4.645.447.695		2.924.494.169
<i>titoli esteri</i>	-21.867.323		-15.173.420		-6.693.903	
<i>divise estere</i>	-1.698.988.643		-4.629.388.356		2.930.399.713	
<i>titoli in euro</i>	-97.560		-48.646		-48.914	
<i>contratti derivati in divisa estera</i>	—		-837.273		837.273	
Accantonamenti e utilizzi dei fondi rischi di cambio e su titoli		755.264.050		2.750.754.453		-1.995.490.403
<i>utilizzi fondi di rivalutazione pre-system</i>	764.050		10.549.730		-9.785.680	
<i>utilizzi fondo rischi generali</i>	754.500.000		1.202.600.000		-448.100.000	
<i>utilizzi fondi rischi su cambi</i>	—		1.537.604.723		-1.537.604.723	
Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e utilizzo fondi rischi		-788.217.745		-1.417.526.009		629.308.264
Tariffe e commissioni attive		18.240.714		19.822.190		-1.581.476
Tariffe e commissioni passive		-19.919.206		-18.968.247		-950.959
Risultato netto da tariffe e commissioni		-1.678.492		853.943		-2.532.435
Rendite da titoli azionari e da partecipazioni		27.063.147		215.074.412		-188.011.265
<i>reddito da partecipazione alla BCE</i>	3.958.354		112.999.262		-109.040.908	
<i>reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC</i>	23.104.793		102.075.150		-78.970.357	
Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario		-238.819.062		15.003.902		-253.822.964
<i>reddito monetario redistribuito</i>	1.505.042.547		1.427.184.703		77.857.844	
<i>reddito monetario conferito</i>	-1.495.575.452		-1.412.180.801		-83.394.651	
<i>copertura perdita della BCE</i>	-248.286.157		—		-248.286.157	

PROSPETTO ANALITICO DELLE VOCI DI CONTO ECONOMICO
(importi in unità di euro)

Voci	2004		2003		Variazioni	
B) ALTRE RENDITE:		1.572.363.327		1.630.133.236		-57.769.909
Proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi		1.296.057.125		1.431.002.283		-134.945.158
interessi	868.570.775		954.977.626		-86.406.851	
premi e sconti su titoli obbligazionari	-41.632.150		-34.251.936		-7.380.214	
dividendi da azioni e partecipazioni	263.665.038		167.550.705		96.114.333	
utili da negoziazione e da realizzo	205.453.462		342.725.888		-137.272.426	
Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo		181.517.089		83.527.105		97.989.984
Diverse		94.789.113		115.603.848		-20.814.735
fitti attivi da locazione immobili	20.385.012		19.973.686		411.326	
interessi su crediti di imposta	21.093.321		22.748.807		-1.655.486	
altri interessi	1.993.675		2.125.317		-131.642	
provvigioni Ministero Economia e finanze	2.153.020		299.407		1.853.613	
procedure, studi e progettazioni completate	10.170.009		10.124.950		45.059	
rimanenze finali	536.551		663.113		-126.562	
altre	38.457.525		59.668.568		-21.211.043	
TOTALE RENDITE NETTE (A+B)		1.815.334.073		1.055.247.700		760.086.373
C) SPESE E ONERI DIVERSI:						
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio ...		-612.415.741		-614.612.177		2.196.436
Compensi per organi collegiali centrali e periferici (1) ...		-2.697.194		-3.006.845		309.651
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP		-94.568.046		-130.343.405		35.775.359
TQP	-20.230.079		-59.677.598		39.447.519	
oneri maturati e non ancora erogati	-73.949.611		-70.345.172		-3.604.439	
altri	-388.356		-320.635		-67.721	
Altre spese relative al personale		-41.341.203		-41.266.905		-74.298
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		-280.769.310		-242.815.476		-37.953.834
Spese di amministrazione		-374.045.629		-360.659.064		-13.386.565
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		-186.390.736		-190.498.010		4.107.274
Altre spese:						
perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi		-9.638.221		-42.391.394		32.753.173
perdite da negoziazione e realizzo .....	-		..		..
svalutazioni	-9.638.221		-42.391.394		32.753.173	
altri accantonamenti ai fondi		-		-118.554		118.554
sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo..		-2.709.017		-1.705.197		-1.003.820
attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve (2)		-422.324.280		-468.969.171		46.644.891
altre imposte e tasse		-14.997.525		-15.903.440		905.915
diverse		-6.044.347		-6.664.741		620.394
altri interessi	-136.642		-580.050		443.408	
rimanenze iniziali	-663.113		-574.007		-89.106	
altri	-5.244.592		-5.510.684		266.092	
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (3)		258.061.676		1.116.103.942		-858.042.266
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		25.454.500		52.397.263		-26.942.763

(1) Comprende i compensi cumulativamente spettanti al Consiglio Superiore (538.873 euro nel 2004 e 648.353 euro nel 2003) e ai Sindaci (34.590 euro nel 2004 e 33.210 euro nel 2003).
(2) Effettuata a norma dell'art. 55 dello Statuto. - (3) In relazione alla struttura dello schema adottato, la voce accoglie l'ammontare relativo alle imposte anche se con segno positivo.

La remunerazione della posizione nei confronti della BCE connessa con l'operatività di TARGET è pari al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali.

- b) dei minori interessi sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE per 21 milioni (da 148 a 127), in relazione anche alla diminuzione della consistenza conseguente all'adeguamento della quota di partecipazione dell'Istituto al capitale della BCE (cfr. rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro nell'attivo patrimoniale).

La remunerazione dei crediti relativi al trasferimento delle attività di riserva alla BCE è pari all'85 per cento del tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, in relazione all'insieme delle attività fruttifere e infruttifere trasferite.

- per 112 milioni quelli sulle operazioni di rifinanziamento (da 188 a 300 milioni); l'aumento è riferibile:
 - a) per 103 milioni alle operazioni di rifinanziamento principali, in seguito alla crescita della consistenza media da 7.957 a 14.175 milioni;
 - b) per 9 milioni alle operazioni a più lungo termine che, nel dato medio, crescono da 52 a 470 milioni.

Gli interessi sulle attività in valuta mostrano invece una flessione (da 701 a 453 milioni) ascrivibile:

- per 245 milioni ai titoli e alle altre attività in valuta, la cui consistenza media annua si è ridotta, nel controvalore in euro (da 29.683 a 25.686 milioni), soprattutto per la riduzione delle attività denominate in dollari;
- per 3 milioni, alla posizione con il FMI.

I premi e gli sconti su titoli obbligazionari, in euro e in valuta estera, sono negativi in entrambi gli esercizi e passano da 240 a 325 milioni.

In particolare, essi si riferiscono:

- per 216 milioni ai titoli in euro (diversi da quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi) e per 106 milioni ai titoli da concambio ex lege 289/2002;
- per 3 milioni ai titoli in valuta.

Gli interessi passivi diminuiscono di 229 milioni (da 1.477 a 1.248).

In particolare, gli interessi passivi sulle posizioni in euro registrano una riduzione riferibile:

- per 217 milioni alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (da 1.021 a 804 milioni), principalmente per la diminuzione degli interessi integrativi ex lege 483/1993 (212 milioni rispetto ai 395 del 2003), con conseguente riduzione del tasso medio di remunerazione (dal 3,60 al 2,81 per cento); la consistenza media annua del conto è rimasta sostanzialmente stabile (da 28.400 a 28.559 milioni);

Gli interessi integrativi sono riconosciuti al Tesoro, ai sensi dell'art. 4 della legge 483/1993, qualora il tasso di riferimento per la remunerazione del conto risulti inferiore al rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora scaduti. La diminuzione, rispetto all'esercizio 2003, degli interessi integrativi riflette la scadenza, alla fine di quell'anno, di parte di tali titoli (5,2 miliardi di valore nominale).

- per 24 milioni ai depositi di riserva in conto corrente (da 332 a 308), per la flessione del tasso medio di remunerazione (dal 2,34 al 2,04 per cento), il cui effetto risulta in parte attenuato dall'aumento della consistenza media annua (da 14.195 a 15.095 milioni);
- per 16 milioni (da 74 a 58) ai saldi intra SEBC, in particolare a quelli a debito connessi con l'operatività di TARGET (interessi pari a un milione rispetto ai 21 del 2003), in parte compensati dall'aumento degli interessi relativi ai saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (da 53 a 57 milioni);
- per importi minimi ai conti detenuti presso l'Istituto da corrispondenti non residenti nell'area dell'euro (da 0,8 a 0,3 milioni).

Nel corso dell'anno, il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariato all'1 per cento il tasso di remunerazione dei depositi overnight costituiti presso le banche centrali su iniziativa delle controparti.

Risultano invece in aumento:

- per 36 milioni (da 18 a 54) gli interessi sul fondo ammortamento titoli di Stato, in relazione alla maggiore consistenza media annua (2.654 milioni rispetto ai 665 del 2003), i cui effetti sono stati in parte compensati dalla riduzione del tasso medio di remunerazione (dal 2,67 al 2,03 per cento);
- per 0,7 milioni gli interessi sul conto corrente con l'UIC e per 0,2 milioni quelli sui depositi a tempo determinato.

Gli interessi passivi su posizioni in valuta diminuiscono di 8 milioni (da 31 a 23), per effetto della riduzione degli interessi su pronti contro termine in divisa (da 17 a 8 milioni), in minima parte compensata dall'incremento di quelli sulle assegnazioni di diritti speciali di prelievo (passati da 14 a 15 milioni).

Il risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e utilizzo fondi rischi, negativo come nello scorso esercizio, passa da 1.418 a 788 milioni. Ad esso concorrono:

- svalutazioni di attività e posizioni finanziarie per 1.721 milioni, che riguardano per 1.699 milioni (4.629 alla fine del 2003) quelle da cambio sulle posizioni nette in valuta e per 22 milioni quelle da prezzo sui titoli in divisa e in euro (16 milioni nel 2003, di cui un milione riferibile ai future);
- utili realizzati su operazioni finanziarie per 178 milioni (477 nel 2003), composti:
 - a) da utili da negoziazione su cambi, in prevalenza su dollari, per 160 milioni (a fronte di un risultato negativo di 72 milioni fatto registrare nel precedente esercizio) e su titoli per 25 milioni (435 nel 2003);
 - b) da perdite su contratti future in divisa estera per 7 milioni (nel 2003 erano stati conseguiti utili per 0,4 milioni).

Al risultato complessivo del 2003 concorrevano, per 113 milioni, utili su posizioni forward connesse con le anticipazioni ex DM 27.9.1974.

- utilizzi dei fondi per 755 milioni (2.750 nel 2003), prelevati:
 - a) dal fondo rischi generali per 754,5 milioni (1.202 nel 2003), in relazione alle minusvalenze verificatesi nell'esercizio;
 - b) dai conti di rivalutazione pre-system per 0,8 milioni (10 nel 2003) in seguito a rimborsi di titoli e cessioni di valute.

Nel 2003 erano stati utilizzati il fondo rischi su cambi per 1.538 milioni e il fondo rischi generali per 1.202 milioni, a copertura di minusvalenze sulle posizioni in divisa estera.

Il risultato netto da tariffe e commissioni passa da positivo per un milione a negativo per 2.

In particolare, tra le tariffe e commissioni attive, diminuite da 20 a 18 milioni, quelle percepite per il servizio di regolamento delle operazioni su titoli azionari e su

titoli pubblici diminuiscono di 4 milioni, in seguito al trasferimento alla Monte Titoli del servizio di liquidazione. Aumentano invece di 2 milioni le tariffe relative al canone annuo dovuto dai partecipanti al sistema BI-REL. Tra le tariffe e commissioni passive (da 19 a 20 milioni), la commissione riconosciuta all'UIC per la gestione delle riserve resta stabile a 13 milioni.

La voce *rendite da titoli azionari e da partecipazioni* diminuisce di 188 milioni (da 215 a 27); in particolare:

- il reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC si riduce da 102 a 23 milioni, in relazione ai minori utili conseguiti dall'Ufficio nell'esercizio 2003;
- nessun dividendo è stato erogato dalla BCE nel 2004 a valere sull'esercizio precedente (nel 2003 erano stati corrisposti 113 milioni). In seguito alle diminuzioni della quota di partecipazione dell'Istituto al capitale della BCE (cfr. la voce dell'attivo *rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro*) e della corrispondente riduzione della quota di patrimonio netto di pertinenza della Banca, è stata riconosciuta la somma di 4 milioni con riferimento agli utili e ai conti di rivalutazione accumulati dalla BCE fino al 30 aprile 2004.

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, come già nel 2003, di non riconoscere alle BCN partecipanti l'intero ammontare del reddito da signoraggio della BCE, pari a 733 milioni, dei quali circa 134 riferibili all'Istituto (128 nel 2003), in relazione alle risultanze negative del bilancio 2004 (cfr. la voce Banconote in circolazione nel paragrafo Principi, criteri e struttura del bilancio). La perdita netta d'esercizio di 1.636 milioni, che si è ciononostante determinata, è stata interamente coperta utilizzando, in primo luogo, l'intero ammontare del fondo di riserva generale (circa 296 milioni) e, successivamente, il reddito monetario delle BCN, per un importo di circa 1.340 milioni, ai sensi dell'articolo 33.2 dello Statuto del SEBC.

Il risultato netto della redistribuzione del reddito monetario, negativo per 239 milioni (positivo per 15 nel 2003), è formato da un saldo positivo di 9 milioni, relativo alla effettiva redistribuzione del reddito monetario tra le BCN e dalla contribuzione dell'Istituto, per 248,3 milioni, al ripianamento della perdita della BCE prevista per l'esercizio 2004 (cfr. la voce *accantonamenti* nel passivo patrimoniale).

Il predetto saldo di 9 milioni rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato, 1.496 milioni, e quello redistribuito, 1.505 milioni. Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene dai cosiddetti attivi earmarkable, detenuti in contropartita della liability base.

La liability base di ciascuna BCN è costituita da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie relative a operazioni di politica monetaria denominate in

euro; passività (nette) intra Eurosystema risultanti dalle transazioni TARGET; passività (nette) intra Eurosystema 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 da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area euro relativo a operazioni di politica monetaria; crediti intra Eurosystema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosystema (netti) relativi alla posizione TARGET; 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. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso medio di rendimento delle attività earmarkable complessive di tutte le BCN.

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosystema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

Le altre rendite registrano un decremento di 58 milioni (da 1.630 a 1.572). In particolare:

- i proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi diminuiscono di 135 milioni (da 1.431 a 1.296) per effetto dei minori utili realizzati su cessioni di titoli azionari (da 343 a 205 milioni), parzialmente compensati dall'incremento dei rendimenti su titoli (da 1.088 a 1.091 milioni);
- le sopravvenienze attive e insussistenze del passivo, aumentate di 98 milioni (da 84 a 182), si riferiscono principalmente:
 - a) agli effetti del cosiddetto disinquinamento fiscale (147,4 milioni), derivante dalle disposizioni di cui al D.lgs. 6/2003 (cfr. voce *capitale e riserve*);
 - b) alla riduzione del fondo imposte (22 milioni) in seguito al venir meno del rischio inerente a potenziali contenziosi tributari.
- le rendite diverse diminuiscono di 21 milioni (da 115 a 94).

Nell'ambito della voce sono ricompresi, tra l'altro, gli interessi su crediti d'imposta fruttiferi (21 milioni) e i fitti attivi degli immobili (20 milioni).

Tra le spese e oneri diversi:

- gli stipendi e oneri accessori per il personale in servizio diminuiscono di 2 milioni (da 615 a 613);
- gli accantonamenti per gli oneri maturati e a garanzia del TQP ammontano complessivamente a 94 milioni (130 nel 2003). In particolare,

gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale si ragguagliano a 20 milioni (60 nel 2003) e riflettono un aumento di 21 milioni relativo alle indennità di fine rapporto e un decremento di un milione degli importi a fronte delle pensioni integrative; gli oneri maturati e non erogati al personale alla fine dell'esercizio sono pari a 74 milioni (70 nel 2003);

- le *altre spese relative al personale e i compensi per organi collegiali centrali e periferici* restano stabili, rispettivamente, a 41 e a 3 milioni;
- le *pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* aumentano di 38 milioni (da 243 a 281) esclusivamente a motivo dell'incremento delle indennità liquidate.

La spesa per il personale (ivi compreso quello a contratto) nelle sue componenti di stipendi (inclusi gli emolumenti per prestazioni straordinarie) e oneri accessori, accantonamenti per oneri maturati e non ancora erogati e altre spese per il personale (comprese quelle relative a diarie per missioni e trasferimenti) si ragguaglia a 720 milioni. Rapporata al numero medio dei dipendenti, pari a 8.166, determina una spesa media pro capite di 88,2 mila euro.

Tra il 1994 e il 2004 la compagine media del personale è passata da 9.337 a 8.166 unità (8.096 a fine anno), con una diminuzione del 13 per cento circa. Il contenimento degli organici effettivi è stato realizzato avendo presente l'esigenza di pervenire ad una ricomposizione della compagine verso le fasce a più articolato contenuto professionale; l'indirizzo risponde all'evoluzione operativa dell'Istituto, chiamato a svolgere, oltre ai compiti tradizionali, resi più complessi dall'adesione al SEBC, anche nuove funzioni in materia di tutela della concorrenza, vigilanza sugli intermediari finanziari, supervisione sui mercati, sorveglianza sui sistemi di pagamento, nuovi servizi di tesoreria per conto dello Stato.

La composizione della compagine del personale è riportata nella tavola I16.

Tav. I16

COMPAGINE DEL PERSONALE

Carriere	Numero medio dei dipendenti in servizio			Rapporti di composizione (percentuale)		
	1994	2003	2004	1994	2003	2004
Direttiva	1.825	2.011	1.994	19,6	24,1	24,5
Operativa	5.591	4.910	4.874	60,1	58,8	60,0
Servizi generali e di sicurezza	1.202	880	750	12,9	10,5	9,2
Operaia	692	550	514	7,4	6,6	6,3
TOTALE PERSONALE DI RUOLO ...	9.310	8.351	8.132	100,0	100,0	100,0
Personale a contratto	27	34	34			

Le *spese di amministrazione* aumentano di 13 milioni (da 361 a 374).

Al loro interno, si incrementano le spese di manutenzione degli immobili a fini istituzionali (da 54 a 59 milioni) e i costi per il noleggio di macchinari (da 12 a 17), in particolare di hardware, anche in relazione alla preferenza per la soluzione del noleggio rispetto a quella dell'acquisto, e per il noleggio e la manutenzione del software (da 18 a 22). In flessione, invece, le spese per teletrasmissione (da 20 a 17), principalmente a motivo di minori oneri per l'utilizzo della rete telematica.

La voce *ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali* diminuisce di 4 milioni (da 190 a 186).

Gli ammortamenti dell'esercizio si riferiscono agli immobili per 122 milioni, agli impianti per 35 milioni, alle procedure, studi e progettazioni del SESI per 15 milioni, ai mobili per 8 milioni e agli oneri pluriennali per 6 milioni.

Le *altre spese*, diminuite di 80 milioni (da 536 a 456), comprendono:

- le *perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi* per 10 milioni (42 nel 2003), riferite a svalutazioni operate su titoli azionari in euro;
- le *sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo*, per 3 milioni (2 nel 2003);
- l'*attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve* per 422 milioni, inferiore rispetto al 2003 (469 milioni) a motivo principalmente di minori utili realizzati nel comparto azionario;
- le *altre imposte e tasse* (diverse cioè da quelle sul reddito e sulle attività produttive esaminate più avanti) che si attestano a 15 milioni (16 nel 2003) e si riferiscono principalmente all'imposta comunale sugli immobili (11 milioni in entrambi gli anni);
- le *spese diverse* che passano da 7 a 6 milioni.

Le *imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive* evidenziano un risultato positivo di 258 milioni (1.116 nel 2003), riferibile per 250 milioni all'Ires differita attiva connessa con il riporto in avanti della perdita fiscale dell'esercizio 2004 (758 milioni) e per 8 milioni alla variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita. L'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) comporta un onere di 0,2 milioni (nessun onere per il 2003). Il riepilogo delle fattispecie che hanno originato la fiscalità anticipata e differita è riportato nella tavola I10.

3. *Proposte del Consiglio Superiore*

In applicazione degli articoli 54 e 57 dello Statuto il Consiglio Superiore, udito il favorevole riferimento dei Sindaci, ha proposto che l'utile netto di euro 25.454.500 conseguito nell'esercizio 2004 venga così ripartito:

	<i>euro</i>
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	5.090.900
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	5.090.900
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	<u>15.257.100</u>
TOTALE	<u>25.454.500</u>

A norma dell'art. 56 dello Statuto, il Consiglio Superiore ha proposto, inoltre, la distribuzione ai Partecipanti – a valere sul fruttato delle riserve ordinaria e straordinaria – di un ulteriore importo di euro 47.478.000, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2003.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 47.493.600 pari a 158,312 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Antonio Fazio

RELAZIONE DEI SINDACI
SUL CENTOUNDICESIMO ESERCIZIO
DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2004

Signori Partecipanti,

il bilancio dell'esercizio 2004 che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività	€ 159.585.500.925
Passività	€ 145.643.517.544
Capitale e riserve	€ <u>13.916.528.881</u>
Utile netto dell'esercizio (come da conto economico)	€ <u>25.454.500</u>

I conti d'ordine, iscritti in attivo e in passivo per l'importo di 254.009.182.041 euro, rappresentano i depositi in titoli e in valori diversi e gli impegni e rischi (per acquisti e vendite di titoli e valori diversi), in valuta e in euro.

La contabilità è stata tenuta regolarmente secondo principi e regole conformi alle norme vigenti. Le singole poste di bilancio, oggetto di verifica anche da parte della società di revisione, sono state da noi confrontate con le risultanze contabili e trovate a queste conformi.

I criteri di redazione e di valutazione per la formazione del bilancio presentano, rispetto a quelli utilizzati per l'esercizio precedente, alcune modifiche e integrazioni in relazione:

- alla contabilizzazione dei future sui tassi di interesse sul mercato del dollaro, conformemente alle indicazioni dell'Eurosistema. Sulla base della nuova impostazione, che non ha determinato effetti significativi sul bilancio, i margini di variazione, positivi o negativi, vengono imputati al conto economico su base giornaliera anziché a chiusura dell'operazione;
- alla previsione di uno specifico accantonamento, destinato ad accogliere la quota a carico della Banca d'Italia della perdita prevista dalla BCE per l'esercizio 2004, ai sensi dell'art. 33.2 dello Statuto del SEBC;

- alle disposizioni di cui al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n.6 (riforma del diritto societario), in applicazione delle quali si è provveduto ad eliminare dal bilancio, con iscrizione a conto economico, le pregresse interferenze fiscali, relative agli ammortamenti anticipati e agli accantonamenti alla speciale riserva del 3 per cento del trattamento di fine rapporto attribuito a fondi pensione complementare, ex D.Lgs. 21 aprile 1993, n.124.

I criteri di redazione e di valutazione per il 2004, la cui adozione è da noi condivisa, sono stati constatati rispondenti a quelli deliberati dal Consiglio Superiore e aderenti alle norme vigenti. Gli stessi, analiticamente illustrati nella nota integrativa, riflettono le regole contabili armonizzate dettate dal Consiglio direttivo della BCE e recepite ai fini della rendicontazione di esercizio ai sensi dell'art.8 del D.Lgs. 10 marzo 1998, n. 43. La nota integrativa riporta anche tutte le altre informazioni normativamente previste.

Vi diamo atto che nella redazione del presente bilancio non si è reso necessario applicare la disposizione di deroga prevista dal quarto comma dell'articolo 2423 del codice civile.

Le risultanze dell'esercizio, che si chiude con un utile netto di 25.454.500 euro, hanno risentito negativamente delle minusvalenze da valutazione registrate sulle posizioni in valuta estera - a causa, in particolare, del deprezzamento del dollaro Usa - e della quota a carico dell'Istituto della perdita della BCE, originata anch'essa da minusvalenze su cambi. Tali fattori hanno concorso alla formazione di una perdita fiscale ai fini Ires di 758 milioni.

Il Consiglio Superiore ha deliberato l'utilizzo del fondo rischi generali per 754,5 milioni; il conto economico riflette l'eliminazione delle menzionate pregresse interferenze fiscali (147,4 milioni).

In relazione alla menzionata perdita fiscale si è reso possibile rilevare imposte differite attive per 250 milioni scomputabili, in base all'art. 84 del TUIR, dai redditi imponibili dei prossimi cinque periodi di imposta. Tale importo, in aggiunta alle altre variazioni della fiscalità differita per 8 milioni, ha determinato l'iscrizione di un risultato positivo per 258 milioni tra le imposte dell'esercizio. La cennata somma di 250 milioni si va ad aggiungere all'ammontare delle imposte differite attive da perdite fiscali di esercizi precedenti già iscritte in bilancio per complessivi 8.092 milioni, importo, questo, riferito per 7.119 milioni alla perdita fiscale derivante dall'operazione di concambio dei titoli di Stato ex lege 289/2002, recuperabile entro il 2022, e per 973 milioni al risultato fiscale negativo dell'esercizio 2003, scomputabile entro il 2008.

L'iscrizione nello stato patrimoniale di imposte differite attive si basa su ponderate valutazioni circa le prospettive reddituali dell'Istituto nelle sue fonti ordinarie che consentono di affermare la sussistenza della ragionevole certezza di scomputare, entro i termini previsti dalle leggi, l'intero importo delle perdite fiscali originate sia dal concambio, sia dalle minusvalenze sulle posizioni in valuta estera, eccezionalmente ripetutesi in maniera rilevante negli ultimi esercizi.

In relazione all'utilizzo del fondo rischi generali sopra citato, Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente. In particolare, gli "accantonamenti a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale" tengono conto sia delle riserve matematiche corrispondenti alla situazione del personale avente titolo e a quella dei pensionati, sia delle indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno dai dipendenti che ne hanno titolo.

Dell'utile netto dell'esercizio, di 25.454.500 euro, il Consiglio Superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 54 dello Statuto, il seguente riparto:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	€	5.090.900
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale ..	»	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	»	5.090.900
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	»	6.240
– allo Stato, il residuo di	»	<u>15.257.100</u>
	Totale	€ <u>25.454.500</u>

Il Consiglio Superiore Vi propone inoltre, a norma dell'art. 56 dello Statuto, una ulteriore assegnazione ai Partecipanti pari a 47.478.000 euro da prelevare dai frutti degli impieghi della riserva ordinaria e di quella straordinaria, attribuzione che corrisponde allo 0,50 per cento dell'importo delle cennate riserve al 31 dicembre 2003 e rientra nel limite fissato dal predetto articolo.

Durante l'anno decorso abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio Superiore e del Comitato e abbiamo eseguito le verifiche e i controlli di competenza, in particolare quelli delle consistenze di cassa e dei valori della Banca e dei terzi, accertando sempre la osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale della Banca.

L'attività delle Unità periferiche è stata da noi seguita tenendoci in relazione, ai sensi degli artt. 23 e 24 dello Statuto, con i Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo un sentito ringraziamento.

Signori Partecipanti,

Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 2004 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa, e di approvare la proposta di ripartizione dell'utile e l'assegnazione aggiuntiva al capitale ai sensi dell'art. 56 dello Statuto.

I SINDACI

GIUSEPPE BRUNI

ENRICO NUZZO

ANGELO PROVASOLI

MASSIMO STIPO

GIANFRANCO ZANDA

SITUAZIONE PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2004

SITUAZIONE

ATTIVO	importi in unità di euro	
	2004	2003
1 ORO E CREDITI IN ORO	25.348.345.047	26.042.196.103
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	20.449.732.089	24.064.856.474
2.1 crediti verso FMI	3.633.965.360	4.211.994.537
2.2 titoli (non azionari)	13.482.833.103	14.764.931.919
2.3 conti correnti e depositi	3.330.872.380	5.085.717.614
2.4 operazioni temporanee	-	-
2.5 altre attività	2.061.246	2.212.404
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	5.595.383.242	6.449.175.541
3.1 controparti finanziarie	5.595.383.242	6.449.175.541
3.1.1 titoli (non azionari)	2.704.043.645	1.848.796.804
3.1.2 operazioni temporanee	-	-
3.1.3 altre attività	2.891.339.597	4.600.378.737
3.2 Pubbliche Amministrazioni	-	-
3.3 altre controparti	-	-
4 CREDITI VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	-	-
4.1 crediti verso Banche Centrali dell'UE non rientranti nell'Area Euro	-	-
4.2 titoli (non azionari)	-	-
4.3 altri crediti	-	-
5 RIFINANZIAMENTO A ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVO A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	14.632.036.365	8.196.818.477
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	14.218.340.951	8.190.917.667
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	411.676.704	-
5.3 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	-	-
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	-	-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	-	5.900.810
5.6 crediti connessi a richieste di margini	2.018.710	-
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	308.848	227.195
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (non azionari)	1.978.377.877	1.672.191.348
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	18.560.774.548	18.716.265.228
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	15.246.998.970	8.192.250.000
9.1 partecipazione al capitale della BCE	726.278.371	744.750.000
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.262.783.715	7.447.500.000
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	-	-
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	7.257.936.884	-
10 PARTITE DA REGOLARE	1.916.202	10.974.891
11 ALTRE ATTIVITÀ	57.771.627.737	52.180.741.403
11.1 cassa	26.161.148	18.374.486
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228.450	258.228.450
11.3 investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)	29.112.651.560	28.433.560.388
11.4 immobilizzazioni immateriali	25.170.761	24.293.642
11.5 oneri pluriennali	5.729.126	6.378.808
11.6 immobilizzazioni materiali (al netto dei fondi di ammortamento)	2.452.221.341	2.582.288.268
11.7 ratei e risconti	714.539.423	697.771.469
11.8 diverse	25.176.925.928	20.159.845.892
TOTALE	159.585.500.925	145.525.696.660
13 CONTI D'ORDINE	254.009.182.041	418.246.089.603

Verificato conforme ai libri di contabilità il 28 aprile 2005

I SINDACI: GIUSEPPE BRUNI, ENRICO NUZZO, ANGELO PROVASOLI, MASSIMO STIPO, GIANFRANCO ZANDA

PATRIMONIALE

PASSIVO	importi in unità di euro	
	2004	2003
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	84.191.125.720	73.807.445.600
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	12.971.530.076	10.303.853.566
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	12.970.082.463	10.302.910.669
2.2 depositi <i>overnight</i>	1.447.613	942.897
2.3 depositi a tempo determinato	-	-
2.4 operazioni temporanee di <i>fine-tuning</i>	-	-
2.5 depositi relativi a richieste di margini	-	-
3 ALTRE PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	-	-
4 PASSIVITÀ VERSO ALTRI RESIDENTI NELL'AREA EURO	15.968.221.526	13.371.028.021
4.1 Pubblica Amministrazione	15.859.340.512	13.294.608.579
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	15.770.902.538	13.208.116.796
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	3.585.994	23.509.723
4.1.3 altre passività	84.851.980	62.982.060
4.2 altre controparti	108.881.014	76.419.442
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	30.501.268	28.970.683
5.1 debiti verso Banche Centrali dell'UE non rientranti nell'Area Euro	150.659	858
5.2 altre passività	30.350.609	28.969.825
6 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	-	-
6.1 controparti finanziarie	-	-
6.2 Pubbliche Amministrazioni	-	-
6.3 altre controparti	-	-
7 PASSIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	648.188.775	373.752.751
7.1 depositi e conti correnti	9.609.089	10.445.935
7.2 altre passività	638.579.686	363.306.816
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DEL FMI	800.455.040	827.427.200
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	6.077.311.530	7.713.040.731
9.1 passività per <i>promissory-notes</i> a fronte dell'emissione di certificati di debito della BCE	-	-
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	6.077.311.530	5.687.329.465
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	-	2.025.711.266
10 PARTITE DA REGOLARE	23.640.110	33.905.286
11 ALTRE PASSIVITÀ	2.290.976.932	2.499.260.409
11.1 vaglia cambiari	524.323.203	646.587.178
11.2 servizi di cassa	2.382	2.312.894
11.3 ratei e risconti	27.161.553	8.934.436
11.4 diverse	1.739.489.794	1.841.425.901
12 ACCANTONAMENTI	6.259.616.599	6.015.636.567
12.1 fondi rischi specifici	619.813.508	399.766.823
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.639.803.091	5.615.869.744
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	9.549.667.970	9.246.350.725
14 FONDO RISCHI GENERALI	6.832.281.998	7.586.781.997
15 CAPITALE E RISERVE	13.916.528.881	13.665.845.861
15.1 capitale sociale	156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	9.893.879.958	9.495.815.772
15.3 altre riserve	4.022.492.923	4.169.874.089
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	25.454.500	52.397.263
TOTALE	159.585.500.925	145.525.696.660
18 CONTI D'ORDINE	254.009.182.041	418.246.089.603

IL RAGIONIERE GENERALE
ANTONIO PASQUALE SODA

IL GOVERNATORE
ANTONIO FAZIO

CONTO ECONOMICO

	importi in unità di euro	
	2004	2003
a) Rendite nette relative ad operazioni istituzionali		
<i>Interessi attivi</i>	2.492.644.809	2.088.545.167
<i>Interessi passivi</i>	-1.248.021.911	-1.476.836.951
Interessi attivi netti	1.244.622.898	611.708.216
<i>Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie</i>	177.471.731	477.167.233
<i>Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie</i>	-1.720.953.526	-4.645.447.695
<i>Accantonamenti e utilizzi dei fondi rischi di cambio e su titoli</i>	755.264.050	2.750.754.453
Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e utilizzo fondi rischi	-788.217.745	-1.417.526.009
<i>Tariffe e commissioni attive</i>	18.240.714	19.822.190
<i>Tariffe e commissioni passive</i>	-19.919.206	-18.968.247
Risultato netto da tariffe e commissioni	-1.678.492	853.943
Rendite da titoli azionari e da partecipazioni	27.063.147	215.074.412
Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	-238.819.062	15.003.902
b) Altre rendite:		
– <i>proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi</i>	1.296.057.125	1.431.002.283
– <i>sopravvenienze attive e insussistenze del passivo</i>	181.517.089	83.527.105
– <i>diverse</i>	94.789.113	115.603.848
Totale rendite nette (a+b)	1.815.334.073	1.055.247.700
Spese e oneri diversi		
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (1)	-612.415.741	-614.612.177
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	-2.697.194	-3.006.845
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-94.568.046	-130.343.405
Altre spese relative al personale	-41.341.203	-41.266.905
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-280.769.310	-242.815.476
Spese di amministrazione	-374.045.629	-360.659.064
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-186.390.736	-190.498.010
Costi per servizi di produzione di banconote	-	-
Altre spese:		
– <i>perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi</i>	-9.638.221	-42.391.394
– <i>altri accantonamenti ai fondi</i>	-	-118.554
– <i>sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo</i>	-2.709.017	-1.705.197
– <i>attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve (2)</i>	-422.324.280	-468.969.171
– <i>altre imposte e tasse</i>	-14.997.525	-15.903.440
– <i>diverse</i>	-6.044.347	-6.664.741
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (3)	258.061.676	1.116.103.942
Utile netto dell'esercizio	25.454.500	52.397.263

(1) Il numero medio dei dipendenti in servizio nel 2004 è stato pari a 8.166 (8.385 nel 2003). – (2) Effettuata a norma dell'art. 55 dello Statuto. – (3) In relazione alla struttura dello schema adottato, la voce accoglie l'ammontare relativo alle imposte anche se con segno positivo.

RIPARTO DELL'UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	importi in unità di euro
ALLA RISERVA ORDINARIA	5.090.900
ALLA RISERVA STRAORDINARIA	5.090.900
AI PARTECIPANTI: 6% DEL CAPITALE	9.360
ULTERIORE 4% DEL CAPITALE	6.240
ALLO STATO	15.257.100
TOTALE	25.454.500

Verificato conforme ai libri di contabilità
il 28 aprile 2005.

I SINDACI

GIUSEPPE BRUNI
ENRICO NUZZO
ANGELO PROVASOLI
MASSIMO STIPO
GIANFRANCO ZANDA

IL RAGIONIERE GENERALE

ANTONIO PASQUALE SODA

IL GOVERNATORE

ANTONIO FAZIO

**BILANCI DELLE SOCIETÀ
CONTROLLATE E COLLEGATE**

SIDIEF — SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE — S.p.A. — MILANO

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO		2003	2002
		<i>(importi in euro)</i>	
A	Crediti verso Soci	-	-
B	Immobilizzazioni		
I	<i>Immobilizzazioni immateriali</i>		
	1 Costi di impianto e di ampliamento	1.017	56.293
	2 Costi di ricerca di sviluppo e pubblicità	-	-
	3 Diritti di brevetti industriali	-	-
	4 Concessioni, licenze, marchi	-	-
	5 Avviamento	-	-
	6 Immobilizzazioni in corso ed acconti	-	-
	7 Altre spese da ammortizzare	-	-
	Totale	1.017	56.293
II	<i>Immobilizzazioni materiali</i>		
	1 Terreni e fabbricati	107.205.699	104.805.174
	2 Impianti e macchinario	-	-
	3 Attrezzature industriali e commerciali	-	-
	4 Altri beni	78.103	95.072
	5 Immobilizzazioni in corso ed acconti	-	2.585.535
	Totale	107.283.802	107.485.781
III	<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		
	1 Partecipazione in imprese controllate, collegate, altre	-	-
	2 Crediti v/imprese controllate, collegate, controllanti, altre	-	-
	3 Altri titoli	-	-
	4 Azioni proprie	-	-
	Totale	-	-
	Totale immobilizzazioni	107.284.819	107.542.074
C	Attivo circolante		
I	<i>Rimanenze</i>		
	1 Materie prime, sussidiarie e di consumo	-	-
	2 Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	-	-
	3 Lavori in corso su ordinazione	-	-
	4 Prodotti finiti e merci	-	-
	5 Acconti	-	-
	Totale	-	-
II	<i>Crediti</i>		
	1 Verso clienti (esigibili entro l'esercizio successivo)	137.893	135.480
	Verso clienti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	6.640	-
	2 Verso imprese controllate	-	-
	3 Verso imprese collegate	-	-
	4 Verso controllanti	-	-
	5 Verso altri (esigibili entro l'esercizio successivo)	1.337.859	1.317.172
	Totale	1.482.392	1.452.652
III	<i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>		
	1 Partecipazioni in società controllate	-	-
	2 Partecipazioni in società collegate	-	-
	3 Altre partecipazioni	-	-
	4 Azioni proprie	-	-
	5 Altri titoli (titoli di Stato)	-	-
	Totale	-	-
IV	<i>Disponibilità liquide</i>		
	1 Depositi bancari e postali	31.825.751	32.790.195
	2 Assegni	-	-
	3 Denaro e valori in cassa	807	930
	Totale	31.826.558	32.791.125
	Totale attivo circolante	33.308.950	34.243.777
D	Ratei e risconti		
I	<i>Ratei, risconti e disaggi</i>		
	1 Ratei attivi	12.770	14.130
	2 Risconti attivi	70.884	63.198
	3 Disaggi su prestiti	-	-
	Totale ratei e risconti	83.654	77.328
	Totale attivo	140.677.423	141.863.179

AL 31 DICEMBRE 2003

PASSIVO		2003	2002
		<i>(importi in euro)</i>	
A	Patrimonio netto		
I	Capitale	107.000.000	107.000.000
II	Riserva sovrapprezzo azioni	-	-
III	Riserve di rivalutazione		
1	Saldo attivo di rivalutazione monetaria ex-lege 72/83	6.341.456	6.341.456
2	Fondo di rivalutazione ex-lege 413/91	10.326.848	10.326.848
IV	Riserva legale	1.028.544	817.330
V	Riserva per azioni proprie in portafoglio	-	-
VI	Riserve statutarie	-	-
VII	Altre riserve		
1	Riserva straordinaria	7.607.890	7.607.890
2	Riserva disponibile	-	-
VIII	Utili portati a nuovo	-	-
IX	Utile netto dell'esercizio	1.467.795	2.112.144
	Totale patrimonio netto	133.772.533	134.205.668
B	Fondi per rischi ed oneri		
I	Fondi per rischi ed oneri		
1	Per trattamento di quiescenza e simili	-	-
2	Per imposte differite	457.899	692.445
3	Altri (manutenzioni immobili)	2.466.000	2.731.000
	Totale fondi per rischi ed oneri	2.923.899	3.423.445
C	Trattamento di fine rapporto		
I	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	205.093	186.137
	Totale trattamento di fine rapporto	205.093	186.137
D	Debiti		
I	Debiti		
1	Obbligazioni	-	-
2	Obbligazioni convertibili	-	-
3	Verso banche:		
-	mutui passivi con pagamento oltre 12 mesi	-	-
-	mutui passivi con pagamento entro 12 mesi	-	-
4	Verso altri finanziatori	-	-
5	Acconti	31.500	-
6	Verso fornitori	551.147	608.037
7	Titoli di credito	-	-
8	Verso imprese controllate	-	-
9	Verso imprese collegate	-	-
10	Verso controllanti	-	-
11	Tributari	2.235.695	2.592.853
12	Istituti di previdenza e sicurezza sociale	31.851	29.136
13	Altri debiti (entro 12 mesi):		
-	altri	69.263	60.533
-	depositi cauzionali	641.044	549.628
-	interessi su depositi cauzionali	14.584	13.781
	Totale debiti	3.575.084	3.853.968
E	Ratei e risconti		
I	Ratei, risconti e aggio su prestiti		
1	Ratei passivi	199.410	193.093
2	Risconti passivi	1.404	868
3	Aggio su prestiti	-	-
	Totale ratei e risconti	200.814	193.961
	Totale patrimonio netto e passivo	140.677.423	141.863.179
	CONTI D'ORDINE		
	Impegni assunti da terzi	1.530.109	4.310.522
	Impegni assunti verso terzi	-	-
	Garanzie ipotecarie	-	-
	Totale conti d'ordine	1.530.109	4.310.522

CONTO ECONOMICO 2003

	2003	2002
	<i>(importi in euro)</i>	
A Valore della produzione		
1 Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.164.681	8.055.625
2 Variazioni delle rimanenze di semilavorati e finiti	–	–
3 Variazione dei lavori in corso su ordinazione	–	–
4 Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	–	–
5 Altri ricavi e proventi	25.717	31.167
Totale (A)	8.190.398	8.086.792
B Costi della produzione		
6 Materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	–	–
7 Servizi	2.402.302	2.432.961
8 Godimento di beni di terzi.....	20.007	19.174
9 Personale		
a salari e stipendi	299.005	291.479
b oneri sociali	106.014	103.127
c trattamento di fine rapporto	26.787	26.289
d trattamento di quiescenza e simili	–	–
e altri costi	1.933	2.479
10 Ammortamenti e svalutazioni		
a ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	55.276	55.276
b ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	906.910	897.292
c altre svalutazioni delle immobilizzazioni	–	–
d svalutazioni crediti	33.101	62.830
11 Variazione rimanenze materie prime, di consumo e merci	–	–
12 Accantonamenti per rischi	–	–
13 Altri accantonamenti.....	1.239.272	1.098.771
14 Oneri diversi di gestione.....	1.172.100	1.228.236
Totale (B)	6.262.707	6.217.914
Differenza tra valore e costi della produzione (A–B)	1.927.691	1.868.878
C Proventi ed oneri finanziari		
15 Proventi da partecipazioni	–	–
16 Altri proventi finanziari		
a da crediti iscritti nelle immobilizzazioni.....	–	–
b da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	–	–
c da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	–	–
d proventi diversi dai precedenti.....	939.922	1.128.247
17 Interessi ed altri oneri finanziari		
a altri interessi	–643	–104
b interessi su debiti a lungo termine.....	–	–
c oneri finanziari su depositi cauzionali inquilini.....	–15.543	–14.892
Totale (C)	923.736	1.113.251

segue: CONTO ECONOMICO 2003

	2003	2002
D Rettifiche di valore di attività finanziarie		
18 Rivalutazioni		
a partecipazioni	-	-
b altre immobilizzazioni finanziarie	-	-
c titoli	-	-
19 Svalutazioni		
a partecipazioni	-	-
b altre immobilizzazioni finanziarie	-	-
c titoli	-	-
Totale (D)	-	-
E Proventi ed oneri straordinari		
20 Proventi		
a plusvalenze su alienazione immobilizzazioni	423.623	1.069.578
b utilizzo fondo rischi tassato	-	-
c altri proventi	20.789	12.581
21 Oneri straordinari		
a minusvalenze su alienazione immobilizzazioni	-	-
c altri oneri	-73.143	-23
Totale (E)	371.269	1.082.136
Risultato prima delle imposte (A-B+C+D+E)	3.222.696	4.064.265
22 Imposte sul reddito		
a imposte correnti	-1.857.500	-2.050.000
b imposte differite	102.599	97.879
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	1.467.795	2.112.144

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO			2003	2002
			<i>(importi in euro)</i>	
A)	Crediti verso Soci		–	–
B)	Immobilizzazioni			
I	<i>Immobilizzazioni immateriali</i>			
	Concessioni, licenze, marchi e simili		2.986	6.257
	Altre		284	284
	Totale		3.270	6.541
II	<i>Immobilizzazioni materiali</i>			
	Terreni e fabbricati		15.237.881	14.259.403
	Impianti e macchinario		1.373.868	1.486.506
	Attrezzature industriali e commerciali		452.129	371.778
	Altri beni		19.500	19.714
	Totale		17.173.378	16.137.401
III	<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>			
	Partecipazioni in:	breve	medio	
	altre imprese	–	3.275.710	3.636.729
	Crediti			
	verso altri	–	75.420	178.510
	Totale		3.351.130	3.815.239
	Totale immobilizzazioni		20.527.778	19.959.181
C)	Attivo circolante			
I	<i>Rimanenze</i>			
	Materie prime, sussidiarie e di consumo		344.761	302.823
	Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati		926.445	848.135
	Prodotti finiti e merci		1.042.462	2.020.839
	Totale		2.313.668	3.171.797
II	<i>Crediti</i>	breve	medio	
	Verso clienti	703.789	–	703.789
	Verso altri	1.369.871	–	1.369.871
	Totale		2.073.660	1.064.728
III	<i>Attività finanziarie</i>			
	Altre partecipazioni		2.400	18.925
	Altri titoli		–	35.955
	Totale		2.400	54.880
IV	<i>Disponibilità liquide</i>			
	Depositi bancari e postali		6.893.888	8.285.998
	Denaro e valori in cassa		6.523	8.701
	Totale		6.900.411	8.294.699
	Totale attivo circolante		11.290.139	12.586.104
D)	Ratei e risconti			
	Vari		1.647	1.574
	Totale attivo		31.819.564	32.546.859

AL 31 DICEMBRE 2003

PASSIVO			2003	2002
			<i>(importi in euro)</i>	
A)	Patrimonio netto			
I	Capitale sociale		5.793.750	5.793.750
III	Riserve di rivalutazione			
	Legge 74/1952	456.967		456.967
	Legge 72/1983	47.266		47.266
	Legge 413/1991	2.178.789		2.178.789
	Legge 342/2000	252.569		252.569
			2.935.591	
IV	Riserva legale		1.100.353	1.066.188
VII	Altre riserve			
	Riserva straordinaria		19.822.893	19.792.510
VIII	Utili di esercizi precedenti		11.130	11.130
IX	Utile dell'esercizio		133.482	683.297
	Totale patrimonio netto		29.797.199	30.282.466
B)	Fondi per rischi ed oneri			
	Per imposte		101.369	494.042
	Altri		49.713	49.713
	Totale fondi per rischi e oneri		151.082	543.755
C)	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato		603.833	573.112
D)	Debiti			
		breve medio		
	acconti	8.002	-	8.002
	verso fornitori	449.289	-	449.289
	tributari	232.067	-	232.067
	verso istituti di previdenza e assistenza sociale	280.245	-	280.245
	altri debiti	171.121	37.588	208.709
	Totale debiti		1.178.312	975.582
E)	Ratei e risconti			
	Vari		89.138	171.944
	Totale patrimonio netto e passivo		31.819.564	32.546.859
CONTI D'ORDINE				
	Titoli in deposito a terzi		803.047	660.932
	ENPAIA c/ Trattamento di fine rapporto		634.204	581.790
	Beni di terzi in deposito		2.109	2.109
	Totale conti d'ordine		1.439.360	1.244.831

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

CONTO ECONOMICO 2003

	2003	2002
	<i>(importi in euro)</i>	
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
Ricavi delle vendite	6.274.926	4.599.998
Variazioni rimanenze prodotti e anticipazioni	-900.067	622.177
Incrementi immobilizzazioni per lavori interni	316.389	194.005
Altri ricavi e proventi		
– vari	720.622	762.000
– contributi in conto esercizio	1.238.928	1.448.888
	1.959.550	
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	7.650.798	7.627.068
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	1.751.944	1.592.800
Per servizi	1.941.346	1.884.909
Per godimento beni di terzi	5.480	5.420
Per il personale		
a) stipendi e salari	1.647.000	1.589.779
b) oneri sociali	608.531	578.427
c) trattamento di fine rapporto	67.517	65.954
	2.323.048	
Ammortamenti e svalutazioni		
a) immobilizzazioni immateriali	3.272	3.578
b) immobilizzazioni materiali	329.121	298.176
c) svalutazioni di crediti compresi nell'attivo	9.753	
	342.146	
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-41.937	-41.041
Oneri diversi di gestione	846.803	849.269
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	7.168.830	6.827.271
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	481.968	799.797
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI		
Proventi da partecipazioni		
– altri	215.371	445.766
Altri proventi finanziari		
b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni		899
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante		
d) proventi diversi dai precedenti		
– altri	207.131	349.952
	207.131	
Interessi e altri oneri finanziari		
– altri	-15.666	-15.145
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	406.836	780.573

segue: CONTO ECONOMICO 2003

	2003	2002
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE		
Rivalutazioni di partecipazioni	128.716	–
Svalutazioni di partecipazioni	–651.840	–355.364
TOTALE RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE	–523.124	–355.364
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI		
Proventi		
– varie	30.200	90.996
Oneri		
– altri oneri	–7.219	–15.090
Totale delle partite straordinarie.....	22.981	75.906
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	388.661	1.300.912
Imposte sul reddito dell'esercizio	–255.179	–617.615
UTILE DELL'ESERCIZIO	133.482	683.297

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

Ai Partecipanti al capitale della
Banca d'Italia

- 1 Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della Banca d'Italia (nel seguito anche "l'Istituto") chiuso al 31 dicembre 2004. Nella redazione del bilancio l'Istituto è tenuto all'osservanza di principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nel paragrafo 1. della nota integrativa. La responsabilità della redazione del bilancio compete agli Organi Direttivi dell'Istituto. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
- 2 Il nostro esame è stato condotto secondo gli statuiti principi di revisione. In conformità ai predetti principi, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Organi Direttivi. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

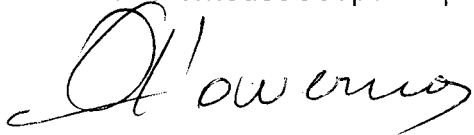
Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alla relazione emessa da altro revisore in data 27 maggio 2004.

- 3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2004, è conforme ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nel paragrafo 1. della nota integrativa; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'Istituto.

- 4 Si richiama l'attenzione sulle seguenti appostazioni contabili di cui è notizia nella nota integrativa, che ne espone altresì gli effetti sul bilancio:
- (a) Il fondo rischi generali, interamente tassato, costituito nei precedenti esercizi con la finalità di fronteggiare anche i rischi generali insiti nell'attività dell'Istituto, è stato parzialmente utilizzato a beneficio del conto economico dell'esercizio.
 - (b) Il conto economico dell'esercizio, come previsto da una specifica norma statutaria, include, tra le spese e oneri diversi, l'attribuzione diretta alle riserve ordinaria e straordinaria del rendimento annuo degli investimenti ad esse relativi.
 - (c) L'Istituto, in applicazione del DLgs 17 gennaio 2003, n° 6, ha effettuato il cosiddetto "disinquinamento fiscale" con riguardo alle operazioni poste in essere in esercizi precedenti relative all'accantonamento di ammortamenti anticipati e agli accantonamenti ex DLgs 21 aprile 1993, n° 124 del 3 per cento del trattamento di fine rapporto attribuito a fondi pensione complementare.

Roma, 26 maggio 2005

PricewaterhouseCoopers SpA



Antonio Taverna
(Revisore contabile)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2004

CONSIGLIO SUPERIORE

FAZIO Antonio	- GOVERNATORE – <i>Presidente</i>
DESARIO Vincenzo	- DIRETTORE GENERALE
CIOCCA Pierluigi	- VICE DIRETTORE GENERALE
FINOCCHIARO Antonio	- VICE DIRETTORE GENERALE – <i>Segretario</i>

CONSIGLIERI SUPERIORI

BAROVIER Angelo	MIRABELLI Cesare*
BLASI Paolo	PIRRI Gavino*
DE FEO Paolo	POSSATI Stefano
de FERRA Giampaolo	SARDELLA Mario
FERRERI Paolo Emilio*	SCAVONE Nicolò
LATERZA Paolo	ZUCCHI Giordano*
MARSANO Rinaldo	

* Membro del Comitato del Consiglio Superiore

SINDACI EFFETTIVI

BRUNI Giuseppe	STIPO Massimo
NUZZO Enrico	ZANDA Gianfranco
PROVASOLI Angelo	

SINDACI SUPPLEMENTI

BISONI Cesare	VELO Dario
---------------	------------

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

GIUSSANI Cesare Augusto	- SEGRETARIO GENERALE
TRESOLDI Carlo	- DIRETTORE CENTRALE PER IL SISTEMA DEI PAGAMENTI E LA TESORERIA
MORCALDO Giancarlo	- DIRETTORE CENTRALE PER LA RICERCA ECONOMICA
MELONI Mario	- DIRETTORE CENTRALE PER L'ORGANIZZAZIONE E LA LOGISTICA
DE MATTIA Angelo	- DIRETTORE CENTRALE PER LE FUNZIONI DI SEGRETERIA PARTICOLARE DEL DIRETTORIO
GIANNONI Anna Maria	- DIRETTORE CENTRALE PER LA CIRCOLAZIONE MONETARIA
SODA Antonio Pasquale	- RAGIONIERE GENERALE
VISCO Ignazio	- DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITÀ ESTERE
CAROSIO Giovanni	- DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE E MERCATI
FRASCA Francesco Maria	- DIRETTORE CENTRALE PER LA VIGILANZA CREDITIZIA E FINANZIARIA

DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA

Alle ore 10.40, il Governatore dott. Antonio Fazio, quale Presidente dell'Assemblea, dichiara aperta la seduta.

Sono presenti i Signori:

- prof. Vittorio Grilli, Direttore Generale del Tesoro, in rappresentanza del Ministro dell'Economia e delle Finanze;
- avv. Roberto Ulissi, Dirigente Generale del Ministero dell'Economia e delle Finanze, espressamente delegato dal Ministro stesso per l'espletamento delle funzioni di cui all'art. 114 del Testo unico di legge sugli Istituti di emissione;
- dott. Vincenzo Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia;
- dott. Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia;
- dott. Antonio Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia.

Sono altresì presenti i Consiglieri Superiori: prof. Paolo Blasi, ing. Paolo De Feo, prof. avv. Giampaolo de Ferra, avv. Paolo Emilio Ferreri, avv. Paolo Laterza, ing. Rinaldo Marsano, prof. Cesare Mirabelli, avv. Gavino Pirri, sig. Stefano Possati, comm. Mario Sardella, ing. Nicolò Scavone, dott. Giordano Zucchi;

nonché i Sindaci: prof. Giuseppe Bruni, prof. Enrico Nuzzo, prof. Angelo Provasoli, prof. Massimo Stipo, prof. Gianfranco Zanda.

Il Governatore invita il notaio dott. Paolo Castellini a redigere il verbale ai sensi dell'art. 13 dello Statuto e quindi, a seguito degli accertamenti eseguiti dal notaio stesso, dichiara che l'assemblea è legalmente costituita. I partecipanti intervenuti in via definitiva risultano in numero di 59, rappresentanti n. 297.540 quote di partecipazione, aventi diritto a n. 652 voti.

Vengono designati il dott. Alessandro Del Castello, nato a Sulmona il 26 agosto 1957 e il dott. Gabriele Grasso, nato a Roma il 21 dicembre 1951, ad assolvere le funzioni di delegati per la firma del verbale.

Esaurite le operazioni preliminari, il Governatore invita l'Assemblea a passare allo svolgimento degli argomenti posti all'ordine del giorno pubblicato, ai sensi dell'art. 7 dello Statuto della Banca, sul Foglio delle Inserzioni della Gazzetta Ufficiale n. 107, Parte II, del giorno 10 maggio 2005:

- 1) Relazione del Governatore;
- 2) Relazione dei Sindaci;
- 3) Approvazione del bilancio dell'esercizio 2004 e deliberazioni a norma degli artt. 54 e 56 dello Statuto;

Il Governatore passa alla lettura delle "Considerazioni finali" della Relazione, che viene seguita con particolare attenzione dai presenti e salutata, alla fine, da prolungati applausi.

Il Governatore dà poi la parola al Sindaco prof. Massimo Stipo che procede alla lettura delle conclusioni della relazione dei Sindaci.

Quindi, avendo l'Assemblea unanimamente deciso di omettere la lettura della restante parte della Relazione sull'esercizio 2004 nonché dei prospetti relativi alla situazione patrimoniale, al conto economico della Banca, alla nota integrativa e alla Relazione della Società di revisione, il Governatore apre la discussione sul bilancio e sulla ripartizione degli utili.

Chiede di parlare il prof. Giovanni Bazoli, Presidente della Banca Intesa, il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

«Signor Governatore, Signori Partecipanti,

Prendo la parola, come di consueto, in questa assemblea quale rappresentante della banca che possiede la maggioranza relativa delle quote di partecipazione in Banca d'Italia. Tale posizione mi ha offerto negli ultimi anni la possibilità di esprimere alcuni giudizi su temi rilevanti per il mondo bancario; peraltro ha attirato l'attenzione critica di alcuni osservatori sulla singolarità di un assetto istituzionale che vede il capitale della banca centrale detenuto da istituti soggetti alla sua vigilanza. Qualcuno ha ravvisato in ciò una grave anomalia del nostro sistema creditizio.

Senza richiamare qui il processo storico da cui è scaturita una situazione indubbiamente peculiare, è sufficiente osservare che tale assetto proprietario non consente ai partecipanti di esercitare la benché minima interferenza né sulla composizione degli organi di vertice della banca centrale né tanto meno sulla gestione della stessa. La struttura di governo della Banca d'Italia è infatti tale da garantire una rigida separazione tra proprietà formale e poteri effettivi. Non esagero affermando che questo intervento in assemblea rappresenta l'unico momento significativo in cui si manifesta la nostra partecipazione alla vita dell'Istituto. A questo riguardo, in ogni modo, desidero ribadire, quanto già dissi in altra occasione, vale a dire

la nostra disponibilità a cedere la quota che possediamo nel capitale di Banca d'Italia. In ordine a nuovi, eventuali assetti proprietari della Banca non sono mancati autorevoli suggerimenti. Io mi limito qui ad auspicare che, ove si ravvisi l'opportunità di cambiamenti, siano adottate soluzioni in grado di continuare a garantire a Banca d'Italia quella condizione di piena autonomia e indipendenza che il possesso, da parte delle banche, di quote di partecipazione prive di qualunque potere ha finora assicurato.

Proprio il tema dell'indipendenza del nostro sistema creditizio fu l'oggetto del mio intervento dell'anno scorso. Ricordai, allora, il lungo cammino compiuto nel corso degli ultimi vent'anni, nel senso della trasformazione delle banche in imprese: cammino che, avviato con lungimiranza dal Governatore Ciampi e proseguito sotto la guida dell'attuale Governatore, avrebbe potuto essere vanificato da nuove disposizioni legislative, fortunatamente non entrate in vigore (quelle sulle Fondazioni bancarie invalidate dalla Corte Costituzionale, quelle in materia di risparmio emendate nel corso dello stesso procedimento legislativo). Tutti dovrebbero compiacersi delle condizioni di stabilità raggiunte dal sistema bancario italiano che, recuperando atavici ritardi, opera oggi in regime di reale concorrenza e presenta standard di efficienza certo suscettibili di ulteriori e ampi miglioramenti, ma già confrontabili – se i confronti sono fatti su dati omogenei – con quelli dei migliori Paesi europei.

In un momento in cui l'economia del nostro Paese incontra straordinarie difficoltà, come tutti i dati più recenti confermano, e come in particolare conferma la relazione che abbiamo appena ascoltato, il legame di solidarietà – di una solidarietà che vorrei definire di natura “imprenditoriale” – delle banche con il mondo industriale rappresenta un fattore di importanza fondamentale. Se il sistema industriale italiano ha resistito ad una fase di crisi così intensa preservando le risorse necessarie ad un rilancio nel quale tutti vogliamo credere, ciò si deve anche al forte supporto che gli imprenditori validi e i progetti aziendali meritevoli – sia quelli di ristrutturazione sia soprattutto quelli di sviluppo – hanno trovato e continuano a trovare nelle banche.

Oggi, tuttavia, il sistema creditizio, in Italia come in tutti i Paesi europei, si trova di fronte ad un'ulteriore e nuova sfida: quella posta dall'evoluzione dei rapporti tra banche appartenenti a diversi Paesi dell'Unione.

L'esito negativo testé verificatosi del referendum francese di ratifica della Costituzione Europea deve impegnarci tutti, nei rispettivi ruoli, ad evitare che ne derivi un effetto devastante sul processo di integrazione. Se come cittadino mi auguro che questa battuta d'arresto non appanni l'ideale irrinunciabile di un'Europa unita anche politicamente, come banchiere sento il dovere di affermare che l'Unione economica e finanziaria non può es-

sere messa in discussione: il processo di confluenza dei mercati in un mercato unico deve proseguire. E dobbiamo riconoscere che quello dei servizi finanziari, soprattutto retail, è un mercato comune ancora tutto da creare. Le banche italiane, che proprio in vista di tale traguardo si sono trasformate profondamente negli anni scorsi, non intendono sottrarsi al confronto, in un libero mercato, con i competitori europei.

In tutti i Paesi dell'Unione le grandi aggregazioni bancarie sono state finora – con poche eccezioni – soltanto domestiche. Nel momento in cui si progettano e si avviano operazioni cross border è importante tener presente che tra le banche appartenenti a diversi Paesi, accanto alle ipotesi di trasferimenti di controllo e di fusioni, possono configurarsi rapporti societari e operativi di grande valenza positiva per tutte le parti – accordi di collaborazione, presenze strategiche comuni in singole aree di business – senza che siano messe in gioco le rispettive identità e autonomie.

Questa fase di passaggio offre grandi opportunità, ma presenta anche inevitabili difficoltà e rischi. Sarebbe irrealistico trascurare i problemi di compatibilità che questo momento di transizione – e in un certo senso di sperimentazione – comporta per tutti i Paesi europei.

Sono problemi che, per quanto riguarda la loro origine, non sono diversi da quelli la cui mancata soluzione sta paralizzando la costruzione dell'Europa politica. Nel settore economico-finanziario, tuttavia, l'interesse generale dell'Unione – cioè la creazione di un vero mercato unico – deve prevalere sugli interessi nazionali e particolari, la cui difesa non può quindi essere adottata come motivo per impedire operazioni transnazionali (ovviamente, a condizione che il principio sia ugualmente rispettato ovunque). Peraltro, non costituiscono difesa di interessi nazionali e locali irrilevanti l'attenzione e la sensibilità che gli amministratori e i manager bancari di ogni Paese dimostrano verso i problemi del mondo produttivo e le prospettive di sviluppo di lungo termine dell'area in cui la Banca opera.

Le aggregazioni bancarie di cui parliamo devono essere motivate e giustificate da precisi progetti industriali. E questi progetti, come possono confermare i banchieri italiani impegnati in operazioni all'estero, tengono naturalmente conto delle specificità e delle collocazioni territoriali che caratterizzano le banche interessate: in altri termini dei ruoli che le banche stesse svolgono nell'area della loro operatività e dei servizi che esse rendono alle rispettive economie.

Della bontà o meno di un progetto, e quindi del successo di un'integrazione, sarà giudice il mercato. Tuttavia è normale e giusto che l'ordinamento attribuisca ad apposite autorità il compito di verificare previamente la coerenza dell'operazione progettata con due fondamentali principi: quel-

lo della tutela della concorrenza e quello di una sana e prudente gestione degli intermediari.

In tutti i Paesi europei l'indipendenza, la trasparenza e l'imparzialità delle autorità preposte a tali verifiche rappresentano una condizione imprescindibile perché il sistema del Paese interessato non venga emarginato dal contesto internazionale.

La sede in cui ci troviamo è quella di un'istituzione che vanta una grande tradizione di professionalità e che gode in tutto il mondo di un'alta reputazione di correttezza e di probità. Impegnativa è per tutti la responsabilità di conservare tale patrimonio.

«Signor Governatore, Signori Partecipanti,

ho l'onore di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, avuta presente la relazione del Governatore e quella del Collegio dei Sindaci sull'esercizio 2004, il bilancio e l'assegnazione degli utili, ai termini dell'art. 54 dello Statuto, nonché la proposta della ulteriore assegnazione a valere sui frutti degli investimenti delle riserve, ai sensi dell'art. 56 dello Statuto medesimo».

Il Governatore ringrazia il prof. Bazoli per il suo intervento e il contributo arrecato alla discussione.

Dopo di che il Governatore invita l'Assemblea a votare su quanto proposto.

Messa in votazione peralzata di mano, con prova e controprova, la proposta viene approvata all'unanimità.

Restano così approvati il bilancio dell'esercizio 2004, la distribuzione degli utili ai sensi dell'art. 54 dello Statuto, nonché l'ulteriore assegnazione ai partecipanti ai sensi dell'art. 56 dello Statuto medesimo.

Alle ore dodici e trenta il Governatore dichiara chiusa l'assemblea.